

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA

EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA NÁRODOHOSPODÁŘSKÁ

Vliv kurzové politiky centrální banky na ekonomiku v reakci na hospodářskou krizi

The Influence of the Exchange Rate Policy of the Central Bank on the Economy in Reaction
to the Economic Crisis

Student: Rastislav Števček

Vedoucí bakalářské práce: doc. Ing. Zuzana Kučerová, Ph.D.

Ostrava 2017

Zadání bakalářské práce

Student: **Rastislav Števček**

Studijní program: B6202 Hospodářská politika a správa

Studijní obor: 6202R027 Národní hospodářství

Téma: **Vliv kurzové politiky centrální banky na ekonomiku v reakci na hospodářskou krizi**
The Influence of the Exchange Rate Policy of the Central Bank on the Economy in Reaction to the Economic Crisis

Jazyk vypracování: slovenština

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
 2. Teoretická východiska měnové a kurzové politiky
 3. Měnová a kurzová politika České národní banky a Národní banky Slovenska/Evropské centrální banky
 4. Vliv kurzových politik na českou a slovenskou ekonomiku
 5. Závěr
- Seznam použité literatury
Seznam zkratk
Prohlášení o využití výsledků bakalářské práce
Seznam příloh
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

- JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice II. Měnová a kurzová politika*. Praha: Grada Publishing, 2013. ISBN 978-80-247-4516-9.
- MOENJAK, Thammarak. *Central Banking: Theory and Practice in Sustaining Monetary and Financial Stability*. Singapore: Wiley, 2014. ISBN 978-1-118-83246-2.
- REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 3. vyd. Praha: Management Press, 2011. ISBN 978-80-7261-230-7.

Formální náležitosti a rozsah bakalářské práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí bakalářské práce: **doc. Ing. Zuzana Kučerová, Ph.D.**

Datum zadání: 18.11.2016

Datum odevzdání: 05.05.2017



Ing. Lenka Filipová, Ph.D.
vedoucí katedry



prof. Dr. Ing. Zdeněk Zmeškal
děkan fakulty

Prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracoval samostatně.

V Ostravě dne 2. 5. 2017

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Števček', is written over a horizontal dotted line.

Rastislav Števček

Tímto bych se chtěl poděkovat vedoucí práce doc. Ing. Zuzaně Kučerové, Ph.D. za obětavý přístup, čas a cenné rady poskytnuty při vypracovávání bakalářské práce.

Obsah

1 Úvod.....	5
2 Teoretické východiská menovej a kurzovej politiky.....	7
2.1 Menová politika.....	7
2.1.1 Rozdelenie menovej politiky.....	7
2.1.2 Nástroje menovej politiky	10
2.1.3 Režimy menovej politiky	12
2.1.4 Konečný cieľ menovej politiky	15
2.1.5 Transmisný mechanizmus menovej politiky.....	18
2.1.6 Meškanie v menovej politike	21
2.1.7 Vplyv menovej politiky na hrubý domáci produkt a zamestnanosť	21
2.1.8 Nezávislosť menovej politiky	21
2.2 Kurzová politika.....	22
2.2.1 Menový kurz	22
2.2.2 Menový trh	23
2.2.3 Systémy pohyblivých devízových kurzov.....	23
2.2.4 Systémy pevných devízových kurzov	24
2.2.5 Platobná bilancia	26
2.3 Zhrnutie	27
3 Menová a kurzová politika Českej národnej banky a Národnej banky Slovenska/Európskej centrálnej banky	28
3.1 Menová politika Českej národnej banky	28
3.1.1 Cieľ a rozdelenie menovej politiky Českej národnej banky	28
3.1.2 Cielenie peňažnej zásoby a menového kurzu, do roku 1997	29
3.1.3 Cielenie inflácie, roky 1998 – súčasnosť	30
3.1.4 Výnimky z inflačného cieľa	31
3.1.5 Prognóza inflácie.....	32
3.1.6 Menovopolitické nástroje	33

3.2 Menová politika Národnej banky Slovenska do roku 2008	35
3.2.1 Nezávislá menová politika NBS v rokoch 1993 až 1999.....	35
3.2.2 Implicitné inflačné ciele v rokoch 2000 až 2004.....	36
3.2.3 Inflačné ciele v ERM II v rokoch 2005 – 2008	37
3.3 Menová politika Národnej banky Slovenska od roku 2009	38
3.3.1 Ciele menovej politiky Európskej centrálnej banky	39
3.3.2 Nástroje menovej politiky Európskej centrálnej banky	39
3.4 Európsky stabilizačný mechanizmus	42
3.6 Zhrnutie	43
4 Vplyv kurzových politík na českú a slovenskú ekonomiku.....	46
4.1 Zahraničný obchod Českej republiky a Slovenska.....	46
4.2 Vývoj kurzov českej koruny, slovenskej koruny a eura.....	49
4.3 Vývoj miery inflácie.....	51
4.4 Tempo rastu reálneho HDP	56
4.5 Miera nezamestnanosti	62
4.6 Vývoj exportu.....	67
4.8 Zhrnutie	72
5 Záver.....	74
Zoznam použitej literatúry	76
Zoznam skratiek	80

1 Úvod

Posledné tri roky celý svet bojuje s recesiou v ekonomike. V celej Európskej únii prevládajú deflačné tlaky. Stratégie, ako sa vyhnúť deflácií sa líšia. Európska centrálna banka, ktorej súčasťou je aj Národná banka Slovenska, použila na boj s defláciou kvantitatívne uvoľňovanie vo výške 80 miliónov EUR mesačne. Česká národná banka po dosiahnutí nulových úrokových sadzieb a prognóze stále klesajúcej inflácie v roku 2013 použila ako doplnkový nástroj devízové intervencie s cieľom zvýšiť infláciu ku 2 % a podporiť export. Česká národná banka sa zaviazala udržiavať kurz na hodnote 27 CZK/EUR dovtedy, dokiaľ to bude potrebné. Ako emitent českej koruny to môže vykonávať bez obmedzení. Už asi rok sa diskutovalo v ekonomických kruhoch, že intervencie by mali byť už ukončené, predpokladalo sa ich ukončenie v polovici roku 2017, ale nakoniec ich ČNB po troch rokoch ukončila 6. 4. 2017.

Cieľom práce je zistiť, aký účinok majú nástroje menovej a kurzovej politiky na rôzne oblasti českej a slovenskej ekonomiky. Hlavný dôraz je kladený na to, ako sa zmena kurzu prejaví v hlavných ukazovateľoch, ktoré vypovedajú o tom, v akom stave sa ekonomika danej krajiny nachádza. Za hlavné ukazovatele boli vybrané tempo rastu HDP, miera inflácie, miera nezamestnanosti a export. Práca je rozdelená, okrem úvodu a záveru, do troch kapitol, v ktorých je opísané od širokého rámca menovej a kurzovej politiky, až po vytýčený cieľ, kde sa zisťuje účinok kurzovej a menovej politiky na českú a slovenskú ekonomiku. Prvé dve kapitoly boli vypracované metódou deskripcie a na zistenie účinku v tretej kapitole bola použitá korelačná a regresná analýza.

Motiváciou a dôvodom zvolenia tejto témy bola súčasná situácia vo svete. V ekonomicky orientovaných správach doma i v zahraničí je všade prítomná depresia z nemožnosti vyhnúť sa deflácií. Centrálné banky v rôznych krajinách skúšajú rôzne metódy a neštandardné nástroje, ako naštartovať ekonomiku stabilným rastom inflácie. Z tohto dôvodu je vhodné zaoberať sa situáciou ohľadne českej koruny, ktorá je udržiavaná na hranici 27 CZK/EUR, a to, že takto sa Česká národná banka rozhodla bojovať s nízkou infláciou, až hroziacou defláciou. Motiváciou autora bakalárskej práce bol aj očakávaný koniec používania tohto nástroja, a preto bolo úmyslom zhodnotiť, ako sa tento nástroj prejavil na českej ekonomike a pozorovať situáciu na Slovensku, ktoré nástroj devízových intervencií nevyužíva.

Prvá kapitola je orientovaná teoreticky a slúži na opísanie základných teoretických východísk a pojmov v menovej a kurzovej politike. Delenie prvej kapitoly je do dvoch častí. V prvej časti kapitoly je opísaná menová politika a v druhej kurzová politika. Časť o menovej

politike je venovaná jej rozdeleniu, nástrojom a režimom menovej politiky. Ďalej je rozobraný konečný cieľ menovej politiky a transmisný mechanizmus, ktorý zobrazuje, cez aké väzby pôsobí zmena operačného cieľa na konečný cieľ. Ku koncu prvej časti je spomenutý vplyv menovej politiky na HDP a zamestnanosť a nezávislosť menovej politiky, teda centrálnej banky na vláde. V druhej časti venujúcej sa kurzovej politike je vysvetlený menový kurz a menový trh, časť nasleduje popisom systémov devízových kurzov od voľných, plávajúcich režimov až po pevný kurz. Koniec tejto časti je venovaný platobnej bilancii, ktorá je nevyhnutná pri zisťovaní vplyvu kurzu na vývoj exportu.

V druhej kapitole je popísaný prerod od Štátnej banky československej ku vzniku dvoch samostatných centrálnych bánk – v Českej republike Českej národnej banky a na Slovensku Národnej banky Slovenska. Kapitola je preto aj tak členená, kde v prvej časti je vysvetlená menová politika Českej národnej banky od jej vzniku až po súčasnosť, jej ciele, prognózy a nástroje, ktoré používa. Druhá časť kapitoly je venovaná Národnej banke Slovenska, je tu tiež znázornený priebeh od roku 1993 až po súčasnosť s tým rozdielom, že v roku 2009 sa stala NBS členom Európskej centrálnej banky, preto popis pokračuje tým, aké sú ciele a nástroje, už spoločnej menovej politiky eurozóny. V kapitole je tiež zahrnutý Európsky stabilizačný mechanizmus, ktorý bol vytvorený ako ochrana krajín eurozóny pred dlhovou krízou.

Predmetom tretej kapitoly je posúdiť vplyv kurzovej politiky na ekonomiku Českej republiky a Slovenska. Charakter kapitoly je praktický a na jej začiatku je rozobraná teritoriálna štruktúra zahraničného obchodu a miera otvorenosti ekonomík Českej republiky a Slovenska. V kapitole je zobrazený aj vývoj kurzov českej koruny, slovenskej koruny a eura, teda všetkých troch národných mien oboch krajín, pretože Slovensko zmenilo menu so vstupom do eurozóny na euro. Z teritoriálnej štruktúry boli zistení hlavní obchodní partneri oboch krajín a z toho bolo vybrané, vplyv kurzu ktorých mien je najvhodnejšie skúmať. Boli vybrané kurzy CZK/EUR pre Českú republiku a EUR/CZK pre Slovensko. Vplyv kurzov je pozorovaný na ukazovateľoch, ako miera inflácie, tempo rastu reálneho HDP, miera nezamestnanosti a vývoj exportu. Na konci kapitoly je pomocou regresnej a korelačnej analýzy zhodnotené pôsobenie kurzu na spomenuté ukazovatele.

2 Teoretické východiská menovej a kurzovej politiky

V tejto kapitole budú opísané teoretické východiská menovej a kurzovej kapitoly. V prvej časti sa píše o menovej politike, ako sa delí, jej nástroje, ciele menovej politiky a mechanizmus, akým menová politika funguje. V druhej časti je preberaná kurzová politika, kde sa píše o menovom kurze, metódach, akými sa menový kurz rovnovážne stanoví a o devízových intervenciách centrálnej banky. A nakoniec je opísaná platobná bilancia, ktorá je kľúčovým výkazom fungovania menovej politiky.

2.1 Menová politika

„Menová politika dnes spočíva iba v tom, že centrálna banka reguluje krátkodobé úrokové miery domácej meny, aby nakoniec ovplyvnila infláciu, HDP a zamestnanosť.“ (Jílek, 2013, s. 15) Existujú tri faktory, ktoré pôsobia na infláciu, HDP a zamestnanosť.

Prvým je spomínaná krátkodobá úroková miera. Tento faktor má tri kanály: úverový kanál, ktorý ovplyvňuje objem peňažnej zásoby, kanál bohatstva a úrokový kanál, ktoré pôsobia na rýchlosť obehu peňazí v ekonomike.

Druhým faktorom je regulácia a dohľad nad bankami, ktorý však je v kompetencii ministerstva financií. Tento faktor pôsobí na objem peňažnej zásoby. Nižšia regulácia bánk stimuluje poskytovanie úverov, čo zvyšuje kúpyschopnosť obyvateľstva, investovanie podnikov a v konečnom dôsledku to pôsobí na zvyšovanie inflácie, rast HDP a zvyšovanie zamestnanosti.

Tretím faktorom je objem a štruktúra štátnych výdavkov, na tento faktor nemá centrálna banka žiadny vplyv, a zároveň majú jednoznačnejší dopad na infláciu, HDP a zamestnanosť než zmena úrokových mier, ktorá je v kompetencii centrálnej banky. Vláda pomocou sociálnych transferov môže rozdeľovať bohatstvo od bohatších obyvateľov a podnikov k chudobnejším, čím zvýši kúpyschopnosť obyvateľstva, čo má za následok rast zamestnanosti, ktorý tlačí na rast inflácie a HDP.

2.1.1 Rozdelenie menovej politiky

Menovú politiku z hlavného hľadiska je možné rozdeliť na konvenčnú a nekonvenčnú menovú politiku.

Konvenčná menová politika

Konvenčná menová politika je *„regulácia operačného cieľa – krátkodobej úrokovej miery – centrálnou bankou prostredníctvom nástrojov menovej politiky za účelom dosiahnutia*

sprostredkujúceho cieľa a nakoniec konečného cieľa (obvykle cenovej stability vyjadrenej určitou infláciou). Nástroje menovej politiky predstavujú realizáciu menovej politiky a operačný cieľ je taktikou menovej politiky“ (Jílek, 2013, s. 16)

Z obrázku v Prílohe č. 1 vyplýva, že menovou politikou v súčasnosti sa rozumie už len pôsobenie na zmenu úrokových mier domácej meny, ktorú vykonáva centrálna banka za účelom dosiahnutia konečného cieľa, v tomto prípade cieľovanie inflácie. Ako je ďalej na obrázku viditeľné, operačný cieľ pôsobí na konečný cieľ pomocou transmisného mechanizmu menovej politiky.

Z hľadiska, akým sa nastaví operačný cieľ, je možné rozdeliť menovú politiku na reštriktívnu a expanzívnu.

Expanzívna menová politika je charakterizovaná ako uvoľnenie, zníženie krátkodobých úrokových mier, čo má za následok, že obchodné banky poskytujú viac úverov za nižšie úroky. To stimuluje ľudí požičať si peniaze, stúpa kúpyschopnosť obyvateľstva, firmy viac investujú rastie zamestnanosť, inflácia a HDP. Tento typ monetárnej politiky centrálna banka väčšinou používa v období recesie, ktorá je charakteristická vysokou nezamestnanosťou, veľmi nízkou infláciou a slabým hospodársky rastom.

Reštriktívna menová politika je presný opak expanzívnej, používa sa na schladenie prehriatej ekonomiky a pri očakávaní stále zvyšujúcej sa inflácie. Charakterizuje ju sprísnenie v oblasti krátkodobých úrokových mier, ktoré sa nastaví na vyššiu úroveň, tým sa zmenší ochota obchodných bánk poskytovať nové úvery a obyvatelia sa už tak nezadlžujú z dôvodu vyšších úrokov. Má to za následok spomalenie hospodárskeho rastu, zníženie zamestnanosti a zníženie inflácie.

Hospodársky cyklus má vplyv na rozhodovanie centrálnej banky ktorú politiku použiť. V prípade konjunktúry centrálna banka použije reštriktívnu politiku a v prípade recesie expanzívnu politiku, aby podporila rast HDP a zvýšila infláciu. Centrálna banka sa snaží o tzv. „mäkké pristátie“, to znamená čo najviac vyhladiť hospodársky cyklus pomocou zmien úrokových mier, aby nevznikali zjavné výkyvy konjunktúry a recesie, ktoré nepriaznivo pôsobia na cenovú stabilitu, hospodársky rast a zamestnanosť.

Hospodársky vývoj malých ekonomík závisí aj od ich okolia. Vzrastajúca inflácia v krajinách, s ktorými najviac obchodujú, sa prejaví aj na ich hospodárstve. Vtedy nie je možné ani reštriktívnou politikou zabrániť určitému nárastu cien v ich ekonomike.

Nekonvenčná menová politika

Do nekonvenčnej menovej politiky patrí kvantitatívne uvoľňovanie a záporné úrokové miery.

„Kvantitatívnym uvoľňovaním peňazí sa rozumie kúpa domácich finančných aktív (tj. nielen domácich vládnych dlhopisov) centrálnou bankou od obchodných bánk a nebankových jednotiek, a to v takej výške, že dochádza k (značnému) nárastu bilančnej sumy centrálnej banky. Výsledkom je značné navýšenie likvidity na rezervných účtoch obchodných bánk u centrálnej banky“ [Preklad autora] (Jílek, 2013, s. 20)

Kvantitatívne uvoľňovanie sa používa hlavne vtedy, keď sú krátkodobé úrokové miery na nule a stále pretrváva riziko nízkej inflácie alebo deflácie.

Princíp, akým vznikajú nové peniaze, Jílek (2013) opisuje takto: V prípade, že centrálna banka kupuje aktíva od nepákového subjektu, tak pripíše tú čiastku na rezervný účet obchodnej banky, u ktorej má nebankový subjekt zriadený účet. Následne obchodná banka pripíše tú istú čiastku na účet nebankového subjektu. A týmto spôsobom vznikajú nové peniaze. Keď sa pripíšu čiastky na rezervný účet obchodnej banky u centrálnej banky, tak sa navýšia rezervy obchodných bánk. Ak však sú nenulové úrokové miery, potom musia byť takisto všetky rezervy úročené nenulovou úrokovou mierou, alebo prebytočné rezervy musia byť stiahnuté na špeciálny účet, ktorý nie je úročený nulovou úrokovou mierou, inak by krátkodobá úroková miera klesla na nulu. Ak však už je základná úroková miera na nule, potom už nie je potrebné rezervy sťahovať.

Cieľom kvantitatívneho uvoľňovania je znížiť strednodobú a dlhodobú úrokovú mieru. Nákup vládnych, resp. podnikových dlhopisov centrálnou bankou umožňuje zadlžovanie centrálnej vlády, resp. podnikov pri nízkych úrokoch. (Moenjak, 2014)

Zadlžovanie vlády a podnikov pri nízkych úrokoch stimuluje hospodársky rast, infláciu a zamestnanosť, čo má rovnaký konečný cieľ ako expanzívna menová politika.

Kvantitatívne uvoľňovanie je posledná možnosť vyhnúť sa deflácií, bez tohto nástroja by sa podľa Jílka (2013) centrálna vláda a ani podniky nezadlžovali a hrozila by deflácia, alebo by sa zadlžovali, ale za vyšších úrokových mier, teda s vyššími úrokovými nákladmi. To by malo nepriaznivý dopad na cenovú hladinu, do ktorej by podniky svoje náklady preniesli, a na daňové zaťaženie, v prípade splácania úrokov štátu.

Zápornú úrokovú mieru je možné vysvetliť tak, že ak si dlžník požičia istú sumu peňazí, vráti sumu menšiu o hodnotu násobenú danou úrokovou mierou. Podľa Taylorovho pravidla

základná úroková miera sa má znižovať v prípade, že HDP, alebo inflácia klesá. Ak sa stanoví záporná úroková miera na pohľadávky obchodných bánk u centrálnej banky, potom obchodné banky nemajú záujem držať značný objem likvidity u centrálnej banky, pretože sa prakticky jedná o zdanenie obchodných bánk v prospech centrálnej banky. (Jílek, 2013)

2.1.2 Nástroje menovej politiky

Nástroje menovej politiky je možné deliť na priame a nepriame. V tržnej ekonomike sa primárne využívajú nepriame nástroje, ktoré pôsobia plošne na všetky obchodné banky s rovnakými podmienkami. Oproti priamym nástrojom sú však menej účinné.

Priame nástroje sa v tržnej ekonomike využívajú minimálne, pretože sú konštruované selektívne pre rôzne skupiny bánk, využívajú sa výnimočne a na obmedzenú dobu, aj keď sú oproti nepriamym nástrojom účinnejšie. (Revenda, 2011)

Priame nástroje

Kliková, Kotlán a kol. (2012) priame nástroje menovej politiky delia nasledovne:

- **Pravidlá likvidity** – ide o stanovenie záväznej štruktúry aktív a pasív obchodným bankám centrálnou bankou, napríklad stanovenie určitého podielu vlastného kapitálu na celkových aktívach, alebo podielov vkladov a úverov.
- **Úrokové limity** – jedná sa o minimálne sadzby z úverov a minimálne alebo maximálne sadzby z vkladov, pomocou tohto nástroja sa centrálna banka snaží regulovať veľkosť úspor, veľkosť poskytovaných úverov, dopyt po peniazoch apod.
- **Úverové limity** – je ich možné rozdeliť na absolútne a relatívne. Absolútne limity stanovujú, aký objem peňazí môžu obchodné banky požičať svojim klientom. Relatívne limity stanovujú, aký objem úverov môžu obchodné banky získať od centrálnej banky.
- **Povinné vklady** – prostredníctvom tohto nástroja stanovuje centrálna banka povinnosť niektorým subjektom viesť si účty u centrálnej banky, alebo ukladať u nej vklady, poprípade robiť cez ňu transakcie. Jedná sa väčšinou o orgány verejnej správy.
- **Odporúčania, výzvy a gentlemanské dohody** – odporúčaniami centrálna banka vyjadruje priania, ako by sa mala obchodná banka správať. Výzvy majú väčšiu váhu, ale nemusia byť písomné a gentlemanské dohody majú písomnú formu a sú záväzné.

Nepriame nástroje

Nepriame nástroje Kliková, Kotlán a kol. (2012) menujú nasledovne:

- **Operácie na voľnom trhu** – sú najčastejšie využívané nástroje menovej politiky v súčasnosti. Ide o nákup alebo predaj kvalitných cenných papierov, kvalitnými cennými papiermi sa rozumejú napr. vládne obligácie, pokladničné poukážky centrálnej banky a pod. Delia sa na priame a repo operácie. Priame operácie spočívajú v nákupe cenných papierov centrálnou bankou od obchodných bánk, tým sa však rastie peňažná zásoba, jej rast priaznivo ovplyvňuje rast zamestnanosti, HDP a nepriaznivo rast inflácie, čo sa dá charakterizovať ako expanzívna menová politika. Pri predaji je situácia presne opačná. Ak chce centrálna banka urobiť reštriktívnu menovú politiku prostredníctvom repo operácií, prevedie na obchodné banky určitý objem cenných papierov, za ne získa peňažné prostriedky a zaviazuje sa ich po určitej dobe splatiť aj s úrokmi s tým, že získa rovnaký objem ekvivalentných cenných papierov. Veľkosť úrokov je daná repo sadzbou. Pri expanzívnej menovej politike centrálna banka robí reverzné repo operácie, čím centrálna banka získa cenné papiere od obchodných bánk, poskytne im úver, za záväzok budúceho vrátenia ekvivalentných cenných papierov. Za ne získa peňažné prostriedky vrátane úrokov.
- **Diskontné nástroje** – tieto nástroje obsahujú úvery poskytované obchodným bankám a sadzby týchto úverov. Sú tri základné typy úverov. Diskontný úver je bežný úver, ktorý poskytuje centrálna banka obchodným bankám za diskontnú úrokovú sadzbu pri vopred stanovených podmienkach. Diskontná sadzba je na medzibankovom trhu najnižšia sadzba. Druhý typ je reeskontný úver, poskytuje ho centrálna banka obchodným bankám vo výške odkúpených eskontovaných zmeniek, ktorý je znížený o úrok daný reeskontnou sadzbou. Tretím typom je lombardný úver. Poskytuje ho centrálna banka obchodným bankám, ktoré majú problémy s likviditou, sadzba je pri tomto type úverov lombardná sadzba a je najvyššou úrokovou mierou na medzibankovom trhu. Poskytnutím týchto úverov sa zvyšuje peňažná báza v ekonomike, čo má účinok ako monetárna expanzia.
- **Povinné minimálne rezervy** – pomocou tohto nástroja centrálna banka stanovuje mieru povinných minimálnych rezerv, čo je percento z primárnych vkladov domácich nebankových subjektov v obchodných bankách. Túto percentuálnu čiastku je obchodná banka povinná uložiť v centrálnej banke. Ak sa povinné minimálne rezervy znížia, je to

považované za monetárnu expanziu, pretože obchodné banky môžu požičiavať viac peňazí. Zvýšenie je zas považované za monetárnu reštrikciu.

- **Devízové intervencie** – centrálna banka môže ovplyvňovať hodnotu devízového kurzu buď priamo alebo nepriamo. Priamou intervenciou sa myslí nákup, alebo predaj, domácej, alebo zahraničnej, meny na devízových trhoch. V prípade zhodnotenia domácej meny centrálna banka nakúpi domácu menu a predá ju za devízy, v prípade znehodnotenia predáva centrálna banka domácu menu a nakupuje za ňu devízy. Nepriama intervencia prebieha prostredníctvom zmeny úrokových sadzieb v ekonomike. To povedie k pohybu krátkodobého zahraničného kapitálu a z tohto dôvodu k zmene devízového kurzu. Pri zvýšení úrokových sadzieb sa domáca mena zhodnotí, pretože dôjde k prílivu krátkodobého zahraničného kapitálu do ekonomiky. Tento kapitál má formu zahraničnej meny, tým dôjde k previsu jej ponuky a to následne zhodnotí domácu menu, pretože ponuka domácej meny sa nezmenila. V prípade zníženia úrokových mier dôjde k odlivu krátkodobého zahraničného kapitálu a domáca mena sa znehodnotí.

2.1.3 Režimy menovej politiky

Menová politika je vymedzená vo väčšine krajín v rámci nejakého menového režimu. Režim menovej politiky dáva určitú štruktúru menovopolitickému rozhodovaniu, ktorá uľahčuje toto rozhodovanie a interpretuje ho verejnosti. (ČNB, 2017i)

Základné režimy menovej politiky sú:

- režimy s implicitnou nominálnou kotvou,
- cieľovanie menovej zásoby,
- cieľovanie menového kurzu,
- cieľovanie inflácie.

Režimy s implicitnou nominálnou kotvou

Princípom tohto režimu je cieľovanie určitej veličiny prijatej interne v rámci centrálnej banky, ktorá však nie je vyjadrená explicitne. Aby bolo možné dosiahnuť požadovaných zmien inflácie a jej očakávania, aj bez explicitných cieľov, je potrebná vysoká dôveryhodnosť centrálnej banky. (ČNB, 2017i)

Cieľovanie menových agregátov

V tomto režime sa menová politika sústreďuje na zaistenie vhodného tempa rastu určitého menového agregátu, ktorý bol zvolený centrálnou bankou. Centrálna banka na tento účel môže vybrať rôzne definície peňazí – veličinu M ($M1$, $M2$, $M3$). Jílek (2013) píše, že čím širšie je vymedzenie peňazí, tým jasnejší je ich vzťah k inflačnému cieľu, ale tým nižšia je ich zvládnuteľnosť centrálnou bankou a opačne, čím užšia je definícia peňazí, tým je menšia súvislosť medzi nimi a určitou mierou inflácie, ale ich zvládnuteľnosť centrálnou bankou je jednoduchšia.

Ak je rast peňažnej zásoby konzistentný s ekonomickým rastom krajiny, inflácia je nízka a stabilná. (Moenjak, 2014)

Pri cieľovaní menových agregátov je potrebná kvantitatívna teória peňazí, ktorá sa snaží zaviesť kauzalitu medzi menovými agregátmi a cenami. Zisťuje či je možné riadiť infláciu prostredníctvom množstva peňazí.

Kvantitatívna teória peňazí je založená na rovnici:

$$M \times V = P \times Q, \quad (2.1)$$

kde M je peňažná zásoba, P je cenová úroveň, Q je objem vyrobenej produkcie a V je rýchlosť obehu peňazí. (Jílek, 2013)

V najprísnejšej verzii rovnica vyjadruje, že zmena cenovej hladiny P je priamo úmerná zmene množstva peňažnej zásoby M , pretože Q a V sa považujú za konštantné, pretože sú ovplyvnené vonkajšími faktormi, a teda zmena cenovej hladiny sa rovná zmene množstva peňazí podľa vzťahu (2.2):

$$\frac{dP}{P} = \frac{dM}{M}, \quad (2.2)$$

kde M je peňažná zásoba, P je cenová úroveň, dP je zmena cenovej úrovne a dM je zmena množstva peňazí. (Moenjak, 2014)

Cieľovanie menového kurzu

„V režime cieľovaní menového kurzu sa centrálna banka prostredníctvom zmien úrokových mier a priamych cudzomenových intervencií snaží zaistiť stabilitu menovitého menového kurzu.“ [Preklad autora] (Jílek, 2013, s. 82) Snaha je doviezť nízku infláciu z krajiny, ktorá sa označuje ako kotvová.

Centrálna banka aj v tomto režime mení výšku úrokovej miery tým spôsobom, že pri oslabení domácej meny zvýši úrokové miery a naopak, pri posilnení domácej meny úrokové miery zníži.

Základnou variantou je režim pevného kurzu voči jednej, alebo niekoľko krajinám, kde ako kotva je zvolená krajina s nízkou infláciou a s výrazným podielom vzájomného obchodu. Centrálna banka môže vytvoriť index odpovedajúci váženému priemeru koša mien kotvových krajín a cieľiť menový kurz na určitú úroveň tohto indexu. Skôr ako cielenie na určitú úroveň sa využíva cielenie na určité pásmo, v ktorom sa menový kurz bude pohybovať. (Moenjak, 2014)

Ďalšou variantou je posuvne zavesený menový kurz. Princípom tejto varianty je, že úroveň menového kurzu môže byť postupne devalvovaná voči kotvovej krajine, teda povoľuje aby inflácia v krajine, ktorá je zavesená, bola vyššia ako v krajine, voči ktorej je zavesená. (Moenjak, 2014)

Poslednou modifikáciou je menový výbor. Jeho výhodou je vyššia dôveryhodnosť a z toho vyplývajúca odolnosť voči špekulatívnym útokom na domácu menu. (Moenjak, 2014)

Jílek (2013) k nevýhodám cieľovania menového kurzu uvádza, že to oslabuje autonómnou menovú politiku, pretože domáce úrokové miery musia byť v súlade s úrokovými mierami kotvovej krajiny. Oslabuje to teda možnosť reagovať na šoky v domácej ekonomike pomocou zmeny úrokových mier a zároveň šoky z kotvovej krajiny sú prenášané pomocou importovanej menovej politiky do reálneho domáceho hospodárstva. Ďalšiu nevýhodu vidí aj v riziku špekulatívnych útokov na domácu menu, s výnimkou menového výboru. Ale režim cieľovania menového kurzu môže byť podľa neho vhodný pre malé otvorené ekonomiky, kde menový kurz výrazným spôsobom stanovuje domáci menový kurz.

Cieľovanie inflácie

Cieľovanie inflácie je režim menovej politiky, ktorým sa centrálna banka snaží udržať infláciu na určitej úrovni po určitú dobu. Centrálna banka verejne vyhlási konkrétny cieľ pre výšku

inflácie v určitom časovom období a potom reguluje krátkodobú úrokovú mieru ako operačný cieľ tak, aby infláciu dostala do vytýčeného koridoru. (Moenjak, 2014)

Podľa Jílka (2013) inflačný cieľ neznamena stanovovanie menovej politiky iba podľa momentálnej inflácie, ale práve podľa očakávanej inflácie. Ak centrálna banka zvýši úrokové miery ihneď, potom čo inflácia začne rásť, je už príliš neskoro, aby bolo zabránené ďalšiemu rastu inflácie a jej nestabilite a zároveň nestabilite HDP.

Cieľovanie inflácie spočíva na dvoch pilieroch: transparentnosť a zodpovednosť centrálnej banky. Prostredníctvom transparentnosti oznámi centrálna banka verejnosti svoj cieľ na akej úrovni chce udržať infláciu a tiež aké kroky chce podniknúť na dosiahnutie tohto cieľa. Zodpovednosť je spojená s tým, že centrálna banka berie na seba plnú zodpovednosť v prípade, že cieľ nebude dosiahnutý. (Moenjak, 2014)

2.1.4 Konečný cieľ menovej politiky

Hlavným konečným cieľom v menovej politike je cenová stabilita, teda nízka inflácia. Ďalšími cieľmi môžu byť podpora ekonomického rastu, podpora zamestnanosti, stabilita menového kurzu domácej meny a pod. (Revenda, 2011)

Cenová stabilita

Podľa Jílka (2013) cenová stabilita prispieva k maximálnemu HDP, vysokej zamestnanosti a k nízkym dlhodobým úrokovým mieram. Ceny tovarov nie sú deformované infláciou, alebo defláciou. Cenová stabilita podporuje sporenie a tvorbu kapitálu, pretože zabraňuje znehodnoteniu aktív vysokou infláciou. Cenová stabilita je dlhodobým konečným cieľom. Ak sa v krajine vyskytne vysoká inflácia, centrálna banka sa ju snaží znížiť, čo sa nazýva dezinflácia, je spojená s krátkodobými nákladmi, ktoré sú v podobe spomalenia hospodárskeho rastu a zníženia zamestnanosti. Ale všeobecne je výhodnejšie znižovať vysokú infláciu, pretože to prinesie výrazný dlhodobý prorastový efekt dosiahnutia cenovej stability.

„Inflácia je percentuálne zvýšenie cien v danom hospodárstve v danom mesiaci oproti rovnakému mesiacu predchádzajúceho roku.“ [Preklad autora] (Jílek, 2013, s. 90) Ide teda o ročné oslabenie reálnej hodnoty meny danej krajiny.

Revenda (2011) rozdeľuje z pohľadu negatívnych vplyvov na ekonomické subjekty infláciu na očakávanú a neočakávanú. V prípade očakávanej inflácie ekonomické subjekty očakávajú rast cenovej hladiny a vopred sa mu snažia prispôbiť. V prípade neočakávanej inflácie sa zvýšila cenová hladina, ale subjekty ju neočakávali a nemohli sa jej vopred

prispôbiť. V časoch inflácie alebo deflácie je prítomný redistribučný efekt, ktorý prerozdeľuje časť dôchodku od jednej skupiny ekonomických subjektov v prospech druhej skupiny.

Jílek (2013) uvádza niekoľko argumentov, prečo je potrebné sa vysokej inflácií vyhnúť:

- Vysokú infláciu sprevádza redistribučný efekt, pretože sa hodnota peňazí znižuje, prerozdeľuje bohatstvo od veriteľov k dlžníkom, splácané úroky sa v reálnom vyjadrení znižujú, ale vysoká inflácia znehodnocuje aj tých ľudí, ktorí sporia, pretože znižuje hodnotu ich nasporených aktív.
- V prípade, že krajina má nastavené progresívne zdanenie, ktoré sa neupravuje podľa výšky inflácie, aj chudobnejší občania sa dostanú do vyššej hranice zdanenia, aj keď ich kúpna sila je s rastúcimi príjmami rovnaká.
- Vysoká inflácia vzhľadom k vysokým úrokovým mieram priťahuje špekulatívny zahraničný kapitál, ktorý môže rozkolísať menový kurz.
- Môže vzniknúť inflačná špirála tým, že dlhodobo vyššia inflácia vplýva na rozhodovanie ekonomických subjektov k zafixovaniu inflačných očakávaní.

„Deflácia je dlhodobejší nepretržitý pokles cenovej hladiny, ktorý je spojený s nedostatočnou emisiou peňazí a vedie k rastu kúpnej sily peňazí.“ (Revenda, 2011, s. 274)

Jílek (2013) píše aj o negatívnych účinkoch deflácie:

- deflácia spôsobuje redistribúciu bohatstva od dlžníkov k veriteľom, splácané úroky sa zvyšujú v reálnom vyjadrení,
- hospodárstvo podlieha prahovým menovým rigiditám – mzdy a ceny neklesajú, aj keď to vyžaduje rovnováha na trhu.

Optimálny dlhodobý cieľ centrálnej banky je udržiavanie nízkej inflácie okolo 2 %. Infláciu, resp. defláciu, môžeme merať pomocou indexu spotrebiteľských cien *CPI*, indexu cien výrobcov *PPI* a deflátoru HDP. Eurostat používa harmonizovaný index spotrebiteľských cien *HICP*, ktorý je indexom spotrebiteľských cien s mierne upraveným spotrebiteľským košom a váhami jednotlivých výrobkov a služieb.

Najpoužívanejší je index *CPI*, ktorý počíta zvýšenie cien z pohľadu kupujúceho, ale len cien tovarov a služieb obsiahnutých v spotrebiteľskom koši. Výpočet sa robí podľa Laspeyresovho indexu *I*:

$$I = \frac{\sum p_n q_0}{\sum p_0 q_0}, \quad (2.3)$$

kde p_n je cena tovarov (služieb) v sledovanom období, p_0 je cena tovarov (služieb) v základnom období a q_0 je stála váha tovarov (služieb) v indexe (Jílek, 2013)

PPI je zvýšenie cien z pohľadu predávajúceho, týkajúcich sa predajných cien domácich výrobcov tovarov a služieb. Deflátor HDP meria infláciu zo všetkých produktov a služieb v hospodárstve, nielen zo spotrebného koša, nevýhodou je jeho periodicita, pretože sa zverejňuje štvrťročne.

Menovité, alebo nominálne, a reálne úrokové miery

„Menovitá úroková miera je cena peňazí určitej meny, t. j. výnosnosť do splatnosti určitej počiatočnej čiastky.“ [Preklad autora] (Jílek, 2013, s 94) Vyjadruje sa obvykle vo forme výnosových kriviek.

Ako Jílek (2013) ďalej uvádza, základná úroveň menovitých úrokových mier sa určuje na medzibankovom trhu. Od nej sa potom odvíjajú nižšie a vyššie úrokové miery, podľa rizikovosti investovania alebo sporenia. Krátkodobú úrokovú mieru medzibankového trhu nestanovuje trh, ale reguluje ju centrálna banka.

„Reálna úroková miera je menovitá úroková miera znížená o oslabenie alebo zvýšená o posilnenie reálnej hodnoty, t. j. kúpnej sily požičiavanej, resp. vypožičiavanej peňažnej čiastky behom jedného roku. Reálna úroková miera sa teda rovná menovitej úrokovej miere zníženej o infláciu, alebo zvýšenej o defláciu.“ [Preklad autora] (Jílek, 2013, s. 95) Reálne úrokové miery sú úrokové miery očistené od inflácie.

Reálna úroková miera sa v prípade časového obdobia jedného roku vypočíta pomocou vzorca:

$$R = \frac{1 + r}{1 + i} - 1, \quad (2.4)$$

kde R je reálna úroková miera, r je menovitá úroková miera, i je skutočná, resp. očakávaná inflácia. (Jílek, 2013)

Z uvedenej rovnice vyplýva, že v prostredí vyššej inflácie bývajú reálne úrokové miery záporné a v prostredí miernej inflácie, alebo deflácie, sú reálne úrokové miery kladné.

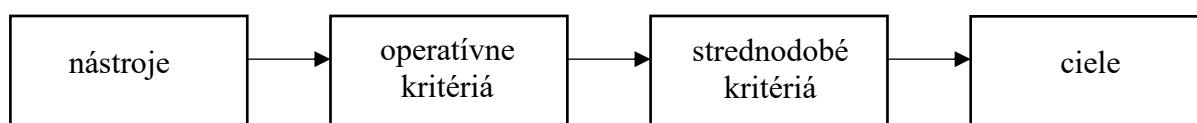
2.1.5 Transmisný mechanizmus menovej politiky

Na začiatok je dobré upozorniť, že menová a monetárna politika je v tejto práci považovaná za synonymum a jedná sa o ten istý typ politiky.

Transmisný mechanizmus menovej politiky Jílek (2013) charakterizuje ako reťazec hospodárskych väzieb, ktoré umožňujú aby zmeny v nastavení operačného cieľa, teda krátkodobých úrokových mier, viedli k požadovaným zmenám inflácie, HDP alebo zamestnanosti. Transmisný mechanizmus pôsobí paralelne viacerými cestami, takzvanými kanálmi menovej politiky. Schéma transmisného mechanizmu je zobrazená na obrázku v Prílohe č. 2.

Zjednodušenú schému transmisného mechanizmu popisujú Kliková, Kotlán a kol. (2012) tak, ako je uvedené v obr. 2.1.

Obr. 2.1 Schéma transmisného mechanizmu



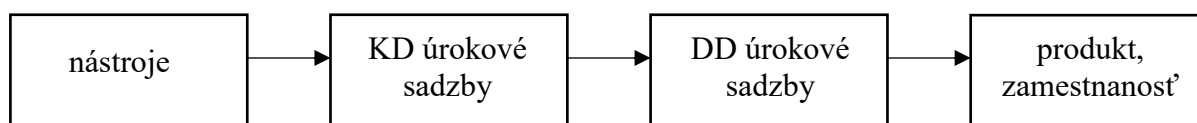
Zdroj: Kliková, Kotlán a kol. (2012, s. 167), vlastná úprava

Prostredníctvom nástrojov monetárnej politiky sú ovplyvnené operatívne kritériá, tie následne pôsobia na strednodobé kritériá a tie nakoniec ovplyvňujú konečný cieľ monetárnej politiky.

Kliková, Kotlán a kol. (2012) rozdeľujú transmisné mechanizmy na Keynesiánsky, Monetaristicky peňažný a úverový.

Keynesiánsky úrokový transmisný mechanizmus, ktorého schéma je zobrazená na obr. 2.2, bol využívaný najmä v 70. rokoch 20. storočia v USA a Veľkej Británii. Jeho cieľom bola najmä stimulácia produktu a zamestnanosti, stabilná inflácia bola druhoradá. Prostredníctvom centrálnej banky boli nastavované nízke úrokové sadzby, ktoré by, prostredníctvom dlhodobých sadzieb podporili agregátny dopyt, a tým aj ekonomický rast. To však viedlo k akcelerácii inflácie. Aj keď centrálna banka pomocou nástrojov ovplyvnila krátkodobú úrokovú sadzbu, jej kauzalita smerom k dlhodobej sadzbe nie je potvrdená.

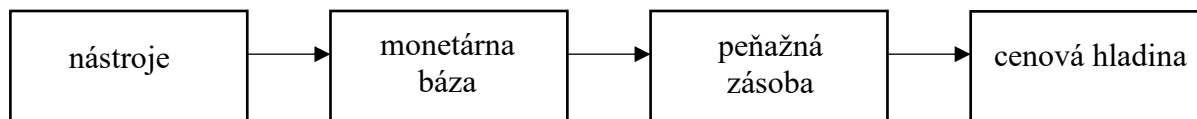
Obr. 2.2 Keynesiánsky úrokový transmisný mechanizmus



Zdroj: Kliková, Kotlán a kol. (2012, s. 167), vlastná úprava

Monetaristicky peňažný transmisný mechanizmus je zobrazený na obr. 2.3, používa sa od 70. rokov 20. storočia až dodnes. Hlavnou zmenou je vlastný cieľ monetárnej politiky, ktorým je cenová stabilita, tzn. istá úroveň inflácie. Operatívnym kritériom je monetárna báza a sprostredkujúcim kritériom je peňažná zásoba. Princíp, ako môže centrálna banka znížiť infláciu je nasledovný: pokúsi sa ovplyvniť operatívne kritérium, ktorým je monetárna báza, napr. operáciami na voľnom trhu. Potrebuje znížiť monetárnu bázu, teda predá cenné papiere obchodným bankám a zníži ich rezervy, potom klesne peňažná zásoba (M). Pokles M spôsobí pokles cenovej hladiny – inflácie.

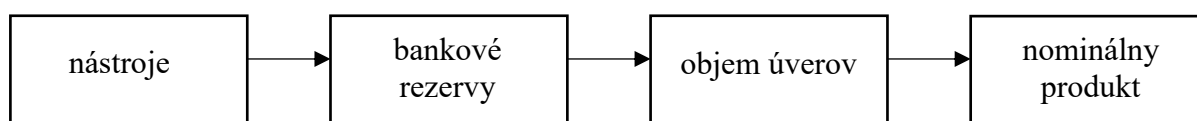
Obr. 2.3 Monetaristický peňažný transmisný mechanizmus



Zdroj: Kliková, Kotlán a kol. (2012, s. 168), vlastná úprava

Úverový transmisný mechanizmus bol používaný ako doplnkový k monetaristickému transmisnému mechanizmu, alebo aj samostatne v tranzitívnych ekonomikách na začiatku transformácie. Princíp fungovania je taký, že centrálna banka ovplyvní veľkosť bankových rezerv, čo ovplyvní požadovaným spôsobom objem poskytovaných úverov v ekonomike. Veľkosť úverov má potom vplyv na veľkosť nominálneho produktu. Jeho schéma je zobrazená na obr. 2.4.

Obr. 2.4 Úverový transmisný mechanizmus



Zdroj: Kliková, Kotlán a kol. (2012, s. 169), vlastná úprava

Jílek (2013) opisuje štyri základné kanály, prostredníctvom ktorých pôsobí menová politika:

- úverový kanál,
- kanál bohatstva (cien aktív),
- úrokový kanál,
- kanál menového kurzu.

Prvé tri kanály pôsobia na domáci dopyt po domácich tovaroch a službách. Štvrtý kanál má dopad na zahraničný dopyt po domácich tovaroch a službách a domáci dopyt po zahraničných tovaroch a službách.

Úverový kanál je kanálom poskytovania úverov zo strany bánk a zo strany klientov dopytu po úveroch. Pôsobí nepriamo, prostredníctvom peňažnej zásoby. Zníženie úrokových mier má prorastový efekt na hospodárstvo, je to tzv. expanzívna menová politika a zvýšenie úrokových mier je reštriktívna menová politika.

Kanál bohatstva, alebo kanál cien aktív, je kanálom zvýšenia, alebo zníženia bohatstva domácností a podnikov. Zmena krátkodobej úrokovej miery má priamy dopad na zmenu cien nehnuteľností, dlhopisov a akcií. Zníženie krátkodobej úrokovej miery zvýši bohatstvo domácností a podnikov a oni viac spotrebovávajú, tým rastie HDP, zamestnanosť a inflácia.

Úrokový kanál je kanál rozhodovania medzi sporením a spotrebou domácností a podnikov. Sporivosť ovplyvňuje rýchlosť obehu peňazí v hospodárstve. Čím viac sa spotrebováva, tým viac rastie HDP, ak sa však s rastúcou spotrebou nezvyšuje produkcia, rastie inflácia. Znížením krátkodobej úrokovej miery centrálna banka pôsobí na domácnosti a podniky, ktoré vďaka tomuto opatreniu preferujú spotrebu pred sporivosťou. Sporivosť je odkladanie spotreby do budúcnosti.

Kanál menového kurzu pôsobí tak, že zmena krátkodobých úrokových mier v režime plávajúceho kurzu okamžite pôsobí na menový kurz. Prebieha to cez toky peňazí na finančnom účte platobnej bilancie, ktoré sú reakciou na zmenený rozdiel domácich a zahraničných úrokových mier. Znížením krátkodobej úrokovej miery dochádza k odlivu špekulatívneho zahraničného kapitálu do zahraničia, to má vplyv na oslabenie meny. Posilnenie domácej meny zdražuje domáci tovar v zahraničí, klesá export a stúpa import, pretože je zahraničný tovar lacnejší, pri oslabení domácej meny je situácia opačná.

2.1.6 Meškanie v menovej politike

V menovej politike je prítomné meškanie, teda uskutočnené operácie v súčasnosti sa prejavajú až o nejakú dobu. Centrálna banka pri prispôsobovaní krátkodobých úrokových mier musí pracovať s očakávanými údajmi o vývoji inflácie, HDP a zamestnanosti, pretože existuje meškanie s ktorým sa tieto účinky prejavujú. Ako uvádza Jílek (2013), zo skúseností z vyspelých krajín je meškanie asi jeden rok, pokiaľ má zmena menovej politiky najväčší dopad na HDP a ďalší rok než tieto zmeny majú najväčší účinok na infláciu.

2.1.7 Vplyv menovej politiky na hrubý domáci produkt a zamestnanosť

Jílek (2013) tvrdí, že zmena úrokových mier má dopad nielen na infláciu, ale aj na HDP a zamestnanosť. Menová politika ovplyvňuje HDP a zamestnanosť, ale iba krátkodobo, cenovú stabilitu ovplyvňuje naopak dlhodobo. V dlhodobom horizonte je cieľom menovej politiky iba inflácia. Menová politika má dva ciele: v strednodobom a dlhodobom horizonte dosiahnuť požadovanej úrovne inflácie a v krátkodobom horizonte zabrániť výkyvom v HDP a zamestnanosti. Teda reagovať na neočakávané šoky v hospodárstve, ale pritom nesmie byť ohrozený prvý cieľ.

2.1.8 Nezávislosť menovej politiky

„Skúsenosti z vyspelých krajín dokazujú, že väčšia nezávislosť centrálnej banky vedie k nižšej inflácii.“ [Preklad autora] (Jílek, 2013, s. 145)

Nezávislosť centrálnej banky na centrálnej vláde sa týka iba vykonávania menovej politiky a poskytovania úverov centrálnej vláde. Nezávislosť je daná právnym vzťahom medzi centrálnou bankou a centrálnou vládou. Nejde však o absolútnu nezávislosť, pretože centrálna banka je súčasťou politického systému. Parlament definuje jej ciele a rámec činností, zloženie vedenia, proces určovania menovej politiky a mechanizmy zodpovednosti a verejnej kontroly. (Jílek, 2013)

Revenda (2011) nevidí priamy súvis medzi stupňom samostatnosti centrálnej banky a mierou inflácie, pretože stupeň samostatnosti je síce určený zákonom, ale určitý podiel má aj konsenzus medzi vládou a centrálnou bankou o nutnosti protiinflačnej politiky. Ani krajinám, ktoré majú dlhodobo vysoký stupeň samostatnosti centrálnych bánk sa nepodarilo infláciou vždy vyhnúť a v krajinách s rovnakým stupňom samostatnosti centrálnej banky je často rôzna úroveň inflácie.

2.2 Kurzová politika

Kurzová politika je oblasť menovej politiky, ktorá sa zaoberá stanovením a úpravami menových kurzov. Existuje niekoľko režimov menových kurzov, prostredníctvom ktorých centrálna banka určuje požadovanú hladinu menového kurzu svojej krajiny. Môže ísť o voľnejšie režimy, ako je voľný alebo riadený floating, alebo o režimy viac rigidné, ako sú systémy pevných kurzov, alebo systém používania spoločnej meny viacerými krajinami, ako je to v prípade eurozóny, kde svoje národné meny členské krajiny pevne zafixovali na spoločnú menu euro a prevzali ju ako svoje platidlo. Spoločná mena však nie je voči ostatným menám fixovaná a pohybuje sa voľne. Existujú však aj krajiny, ktoré sú malé, alebo ich mena je tak znehodnotená, že daná krajina pristúpila na to, že úlohu národného platidla preberie iná silná zahraničná mena, najmä dolár alebo euro.

2.2.1 Menový kurz

„Menový kurz je cena jednej meny vyjadrená v inej mene.“ (Jílek, 2013, s. 333)

Menový kurz závisí na rôznych faktoroch. V dlhodobom horizonte reaguje na platobnú bilanciu a naopak, zmena menového kurzu spätne pôsobí na platobnú bilanciu danej krajiny. K stabilite sa používajú slovné intervencie, alebo cudzomenové intervencie, t. j. nákup a predaj cudzích mien. A nakoniec domácu menu môže centrálna banka posilniť zvýšením úrokových mier a oslabiť ich znížením. (Jílek, 2013)

Pri menových operáciách sa využívajú dva typy mien, a to bázička a zmluvná mena. Zmluvná mena je v menovom kurze v čitateli a bázička mena je v menovateli, teda menový kurz vyjadruje hodnotu zmluvnej meny na jednotku bázičkovej meny. (Jílek, 2013)

Existujú dva druhy kótovania menového kurzu, a to priame alebo nepriame kótovanie. Pri priamom kótovaní je čiastka domácej meny vyjadrená na jednotku cudzej meny. Pri nepriamom kótovaní je vyjadrená čiastka cudzej meny na jednotku meny domácej.

Forwardový menový kurz je kótovanie menového kurzu forwardového kontraktu, ktorého doba vyrovnania je dlhšia ako u spotového menového kontraktu, teda prevyšuje T+2. (Jílek, 2013)

Úroková parita je spôsob, akým sa stanovuje forwardový menový kurz z úrokových mier oboch mien. (Jílek, 2013)

Jílek (2013) uvádza, že forwardový menový kurz sa vyjadruje cez forwardové body, ktoré predstavujú rozdiel medzi forwardovým kurzom a spotovým kurzom podľa vzťahu (2.6) a vyjadrujú sa v pipsoch. Pipsy sú stotiny percent zmluvnej meny.

$$\text{forwardové body} = \text{forwardový menový kurz} - \text{spotový menový kurz} \quad (2.6)$$

2.2.2 Menový trh

Menový trh sa rozdeľuje na medzibankový a klientsky. Medzibankový menový trh prebieha medzi domácimi a zahraničnými obchodnými bankami a operácie sú vo vysokých menovitých čiastkach. Klientsky menový trh predstavuje obchod medzi obchodnými bankami a ich klientmi, je drobným trhom s menšími menovitými čiastkami. (Jílek, 2013)

2.2.3 Systémy pohyblivých devízových kurzov

Do tohto systému devízových kurzov patria systémy voľne pohyblivého devízového kurzu a systém devízového kurzu s riadenou pohyblivosťou.

Systém voľne pohyblivého devízového kurzu

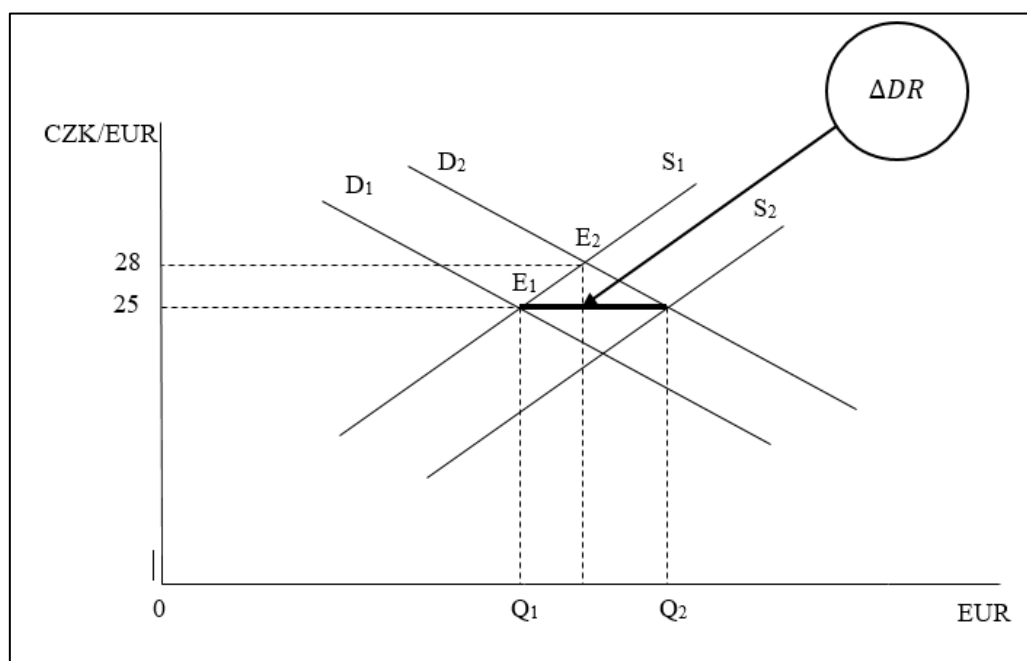
Kurzy voľne pohyblivé, bez obmedzenia intervenčného zásahu centrálnou bankou, sa prispôbia zmene ponuky alebo dopytu na devízovom trhu. Reagujú prirodzene na vývoj inflácie, vývoj úrokových sadzieb a aj ostatných faktorov, ktoré určujú ich rovnovážnu úroveň. Voľne pohyblivé kurzy sa používajú pri zmeniteľných menách. Nie je u nich vymedzený ústredný kurz, ani obmedzený rozsah oscilácie, a teda nie sú intervenované centrálnou bankou. (Durčáková, Mandel, 2010)

Systém devízového kurzu s riadenou pohyblivosťou

Tento systém sa inak nazýva aj riadený floating, je kompromisom medzi voľne pohyblivými kurzami s neobmedzenou osciláciou (voľný floating) a pevnými kurzami. Durčáková, Mandel (2010) charakterizujú tento systém ako systém kurzov, ktorých pružnosť je riadená na základe intervencií robených z iniciatívy centrálnej banky, ktorá však nie je k takýmto opatreniam nijako zaviazaná pevne stanovenými a vopred vymedzeným pásmom oscilácie. Centrálna banka používa devízové intervencie v prípade, ak sa domnieva, že je kurz pod vplyvom destabilizujúcej špekulácie.

Princíp fungovania je zobrazený na obr. 2.5, kde v prípade špekulácie proti domácej mene rastie dopyt po devízach a funkcia dopytu po devízach sa posúva z D_1 do D_2 . Centrálna banka sa snaží zrušiť účinok špekulatívnych tlakov, a preto zvyšuje ponuku devíz na devízovom trhu z S_1 do S_2 . Devízové rezervy klesnú o ΔDR v rozsahu $Q_1 - Q_2$. (Durčáková, Mandel, 2010)

Obr. 2.5 Mechanizmus fungovania riadeného floatingu



Zdroj: Durčáková, Mandel: Mezinárodní finance (2010, s. 381), vlastná úprava

2.2.4 Systémy pevných devízových kurzov

Pevné kurzy sú charakteristické tým, že majú pevne stanovený ústredný kurz a pevne vymedzené hranice oscilácie. Líšia sa podľa toho, či je ich ústredný kurz neodvolateľný, alebo sa mení v pravidelnom či nepravidelnom intervale.

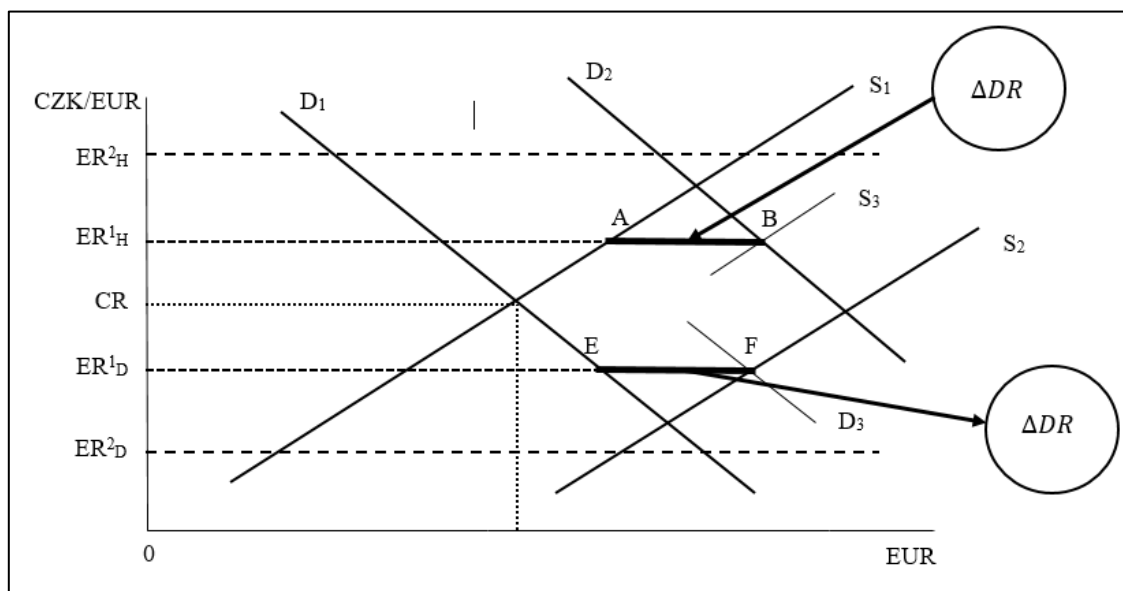
Systém pevného devízového kurzu s väzbou na jednu menu alebo kôš mien

Pevné kurzy s väzbou na inú národnú menu, alebo menový kôš, sú na rozdiel od riadeného floatingu charakteristické istou pružnosťou, ktorá je však limitovaná vopred stanovenými záväznými pásmami oscilácie od vyhláseného ústredného kurzu. Centrálna banka prostredníctvom devízových intervencií na devízovom trhu zabezpečuje dodržiavanie stanovených pásiem oscilácie. (Durčáková, Mandel, 2010)

Princíp fungovania tohto systému je znázornený na obr. 2.6, kde pri špekulatívnom raste devízového dopytu z D_1 do D_2 centrálna banka ešte nemusí intervenovať, pretože devízový kurz ešte nie je vytlačený nad hornú hranicu oscilácie a špekulatívny rast devízovej ponuky z S_1 do S_2 ešte nestlačil devízový kurz pod dolnú hranicu oscilácie. Ak by bolo pásmo oscilácie užšie, centrálna banka (CB) by musela intervenovať, pretože by sa hodnota kurzu dostala mimo vopred zvolené pásmo. Znehodnotenie meny nad horný intervenčný bod bráni tak, že predá na trhu devízy za domácu menu, a to v rozsahu AB . Zhodnoteniu domácej meny pod dolný

intervenčný bod centrálna banka zabraňuje nákupom devíz za domácu menu, a to v rozsahu EF . Tým zvýši svoje devízové rezervy a skúpi nadbytočnú ponuku devíz na devízovom trhu. (Durčáková, Mandel, 2010)

Obr. 2.6 Mechanizmus fungovania pevných kurzov s užšími a širšími pásmami oscilácie



Zdroj: Durčáková, Mandel: Mezinárodní finance (2010, s. 383), vlastná úprava

Systémy kurzov s pravidelnými zmenami ústredného kurzu

V týchto systémoch – crawling band a crawling peg – dochádza k plynulej zmene ústrednej kurzovej hodnoty, okolo ktorej kurz osciluje v pásmach, ako je tomu v prípade crawling band, alebo nemá stanovený priestor oscilácie pri type crawling peg. Táto zmena sa vykonáva prostredníctvom pravidelných a vopred ohlásených krokov. Zmena kurzu môže vychádzať buď z minulého vývoja vybraných ukazovateľov, alebo z ich očakávaného vývoja. Dôležitým prvkom mechanizmu fungovania tohto systému kurzu je vymedzenie intervalu pre zmenu ústredného kurzu a aj vymedzenie rozsahu v akom môže kurz oscilovať. (Durčáková, Mandel, 2010)

Systém kurzu s neodvolateľným ústredným kurzom

Systém kurzu s neodvolateľným ústredným kurzom sa inak nazýva aj menový výbor alebo menová rada. Durčáková, Mandel (2010) píše, že to je vlastne absolútne pevný kurz bez oscilačných pásiem. Centrálna banka sa vzdáva takmer všetkých svojich nástrojov s výnimkou nesterilizovaných devízových intervencií. Systém kurzov riadených menovou radou je založený na explicitnom oficiálnom záväzku menovej rady vymieňať domácu menu za vybranú

zahraničnú menu, a to na základe neodvolateľného pevného kurzu. Emisia peňazí je pod prísnou kontrolou a emitované peniaze v domácej mene musia byť kryté rovnakým objemom devízových rezerv. Nesterilizované devízové intervencie je samoregulačný mechanizmus, ktorý dáva do rovnováhy peňažnú ponuku s dopytom po peniazoch, a tým udržiava celkovú rovnováhu ekonomiky. Tento systém je vhodný pre krajiny, kde centrálna banka stratila v predchádzajúcich obdobiach kredibilitu dôsledkom neúspešného boja s infláciou.

Devízové kurzy krajín so spoločnou menou, poprípade používajúcich cudziu národnú menu ako zákonné platidlo

Tento systém, teda používanie cudzej národnej meny ako vlastného platidla, používajú štáty, ktoré sú členmi nejakého spoločenstva alebo únie, malé štáty, ktoré používajú menu svojho silnejšieho suseda, alebo štáty, ktorých mena je značne znehodnotená. Vo vzťahu k pôvodným národným menám sa kurzy spoločných mien chovajú ako pevné kurzy s vysokou mierou rigidity, niekedy s neodvolateľným ústredným kurzom. Tieto spoločné meny sa však vo vzťahu k ostatným menám voľne pohybujú. Takýmto menovým zoskupením je aj eurozóna. Aktíva a pasíva v národných menách boli vstupom do eurozóny, kde krajiny prebrali euro za svoje národné platidlo, prevedené na spoločnú menu euro. Zafixovanie národných mien na euro je neodvolateľné a znamená, že národné centrálné banky sa vzdali vlastnej kurzovej politiky. Kurz eura sa však k ostatným menám voľne pohybuje. (Durčáková, Mandel, 2010)

2.2.5 Platobná bilancia

„Platobná bilancia je štatistický výkaz centrálnej banky alebo inej inštitúcie centrálnej vlády, ktorý systematickým spôsobom zachytáva hospodárske transakcie danej krajiny so zahraničím, teda medzi rezidentmi a nerezidentmi za určité časové obdobie.“ [Preklad autora] (Jílek, 2013, s. 408)

Zachytáva všetky finančné toky z a do národného hospodárstva. Delí sa na bežný účet, kapitálový účet, finančný účet a chyby.

Bežný účet obsahuje platby za vývoz a dovoz tovarov a služieb, mzdové platby, investičné platby a jednostranné prevody. Zvýšenie prostriedkov je kredit (+) a zníženie debet (-). Rozdiel medzi dovozom a vývozom tvorí saldo obchodnej bilancie, ktorá je súčasťou bežného účtu platobnej bilancie. Ak je kladná, krajina viac vyváža ako dováža. Za dobrý stav sa považuje ak je bežný účet prebytkový. (Jílek, 2013)

Bežný účet platobnej bilancie sa skladá z obchodnej bilancie a bilancie služieb – výkonová bilancia, ďalej z bilancie dôchodkov a bilancie transferov. (Revenda, 2011)

Kapitálový účet obsahuje kapitálové prevody, prevody súvisiace s migráciou, prevody prostriedkov spojených s predajom alebo kúpou fixných aktív, dary, dedičské dane, záväzky z úmrtia a kúpa a predaj nevyrobených finančných aktív, ktorými sú práva na prírodné zdroje a nehmotné aktíva, ako sú patenty, autorské práva, obchodné značky, franšízy a leasingy. (Jílek, 2013)

Finančný účet obsahuje zmenu, vznik a zánik vlastníckych finančných aktív, záväzkov a vkladov ekonomických jednotiek a bánk vo vzťahu k zahraničiu. Člení sa na mimorezervný finančný účet (priame investície, portfóliové investície, finančné deriváty a ostatné investície) a rezervný finančný účet (cudzomenové intervencie). (Jílek, 2013)

Platobná bilancia musí byť vždy vyrovnaná. Zahraničná zadlženosť je prehľad finančných záväzkov jednotlivých sektorov domáceho hospodárstva voči nerezidentom domácej krajiny dlhodobého charakteru. (Jílek, 2013)

2.3 Zhrnutie

Táto kapitola je rozdelená na dve časti, na kurzovú a menovú politiku. V prvej časti bolo opísané hlavné rozdelenie menovej politiky, aké nástroje menová politika používa, ciele menovej politiky a režimy. Bolo opísané aj meškanie menovej politiky, ktoré sprevádza každý nástroj menovej politiky, pretože každá zmena sa prejaví až po určitom časovom období. Spomenuté bolo aj pôsobenie menovej politiky na hlavné ukazovatele úrovne štátu, a to na hrubý domáci produkt, zamestnanosť a infláciu.

V druhej časti kapitoly bola rozobratá kurzová politika, ktorá sa považuje za samostatnú oblasť menovej politiky. V tejto časti boli opísané menové kurzy, menový trh a režimy menových kurzov. Na konci kapitoly bola zmienená aj platobná bilancia ako dôležitý výkaz o stave hospodárstva a fungovaní menovej politiky.

V nasledujúcej kapitole bude opísaná menová a kurzová politika Českej národnej banky a Národnej banky Slovenska, ktorá sa v roku 2009 stala súčasťou Európskej centrálnej banky (ECB). V roku 2009 vstúpila Slovenská republika do eurozóny a stratila tak možnosť vlastnej monetárnej politiky. Česká republika ešte nie je členom eurozóny, aj keď sa pripravujú plány na prijatie eura v ČR, a teda Česká národná banka je zatiaľ členom Európskeho systému centrálnych bánk (ESCB) a zachovala si vlastnú monetárnu politiku.

3 Menová a kurzová politika Českej národnej banky a Národnej banky Slovenska/Európskej centrálnej banky

V tejto kapitole je opísaná menová a kurzová politika národných bánk Českej republiky a Slovenska s tým ohľadom, že Národná banka Slovenska (NBS) v roku 2009, so vstupom Slovenska do eurozóny sa stala súčasťou Európskej centrálnej banky (ECB). Preto bude opísaná menová politika NBS do roku 2008 a následne menová politika ECB. Česká národná banka si zachovala samostatnú menovú politiku až do súčasnosti, preto bude opísaná bez prerušenia od roku 1993 až dodnes. Bude opísaný vstup Slovenska do eurozóny, jeho priebeh a stanovenie pevného kurzu. Na konci kapitoly je ešte opísaný aj Európsky stabilizačný mechanizmus, ktorý má pomôcť členom eurozóny zvládnuť ďalšie prípadné krízy.

3.1 Menová politika Českej národnej banky

Česká národná banka vznikla po rozpade Českej a Slovenskej Federatívnej Republiky v januári 1993 z pôvodnej Štátnej banky československej (ŠBČS). 16. decembra 1992 bola ukotvená do Ústavy Českej republiky charakteristika Českej národnej banky (ČNB) ako ústrednej banky nastupujúcej Českej republiky. Jej hlavným cieľom bola starostlivosť o stabilitu meny. 1. januára 1993 prešla ČNB plynule do príslušnej časti práv a záväzkov ŠBČS. Následne 8. februára 1993 došlo k menovej odluke a prvým guvernérom ČNB sa stal Josef Tošnovský. (Jílek, 2013)

3.1.1 Cieľ a rozdelenie menovej politiky Českej národnej banky

Hlavným cieľom činnosti Českej národnej banky v súčasnosti je starostlivosť o cenovú stabilitu. Ďalej sa Česká národná banka stará o finančnú stabilitu a o bezpečné fungovanie finančného systému v Českej republike. Ak tým nie je ohrozený jej hlavný cieľ, ČNB podporuje všeobecnú hospodársku politiku vlády, ktorá smeruje k udržateľnému hospodárskemu rastu a všeobecnú hospodársku politiku v Európskej únii so zámerom prispieť k dosiahnutiu cieľov Európskej únie. ČNB vykonáva svoju činnosť v súlade so zásadou otvoreného tržného hospodárstva. (Zákon o České národní bance, 258/2016 Sb., § 2)

„Popri vykonávaní hlavného cieľa ČNB:

- *určuje menovú politiku,*
- *vydáva bankovky a mince,*
- *riadi obeh peňazí, platobný styk a zúčtovanie bánk a zahraničných bánk vykonávajúcich činnosť na území Českej republiky prostredníctvom svojich pobočiek, sporiteľní*

a úverových družstiev, stará sa o ich hospodárnosť, a plynulosť a podieľa sa na zabezpečení bezpečnosti, spoľahlivosti a efektívnosti platobných a vypořiadacích systémov a taktiež na ich rozvoji,

- *vykonáva dohľad nad osobami pôsobiacimi na finančnom trhu v Českej republike,*
- *sleduje, rozpoznáva a posudzuje riziká, ktoré by mohli ohroziť stabilitu finančného systému so záujmom predchádzať vzniku, alebo znižovania rizík prispieva prostredníctvom svojich právomocí k odolnosti finančného systému a udržiavaniu finančnej stability a vytvára tak makroobozretnosťnú politiku, v prípade potreby spolupracuje na makroobozretnej politike s orgánmi štátu, ktorých pôsobnosti sa táto politika týka,*
- *vykonáva aj ďalšie činnosti podľa zákona o Českej národnej banke a iných právnych predpisov.*“ [Preklad autora] (Zákon o České národní bance, 258/2016 Sb., § 2)

Menovou politikou ČNB sa rozumie úloha zvoliť takú úroveň operačného cieľa – úrokových mier – ktorá udrží infláciu na nízkej a stabilnej úrovni, tak, aby sa tempo rastu hospodárstva zbytočne nespomalilo, alebo naopak, aby sa výrazne nezrýchlilo. (Jílek, 2013)

Menovú politiku Českej národnej banky od vzniku 1.1.1993 je možné rozdeliť na dve etapy:

- do roku 1997 bola cieľená peňažná zásoba a menový kurz (v roku 1997 ČNB opustila systém fixného menového kurzu a bol nahradený riadeným floatingom) a
- od začiatku roku 1998 bolo menovou politikou cielenie inflácie.

3.1.2 Cielenie peňažnej zásoby a menového kurzu, do roku 1997

Do októbra 1992 bola menová politika ŠBČS postavená na priamych menových nástrojoch, ktorými boli pravidlá likvidity, úrokové a úverové limity, povinné vklady a odporúčania, výzvy a gentlemanské dohody. Potom ŠBČS a ČNB vykonávali menovú politiku cieľovania peňažnej zásoby M2 a menového kurzu. Fixný kurz bol stabilizujúcou kotvou hospodárstva, do roku 1992 bola koruna naviazaná na menový kôš piatich mien. (Jílek, 2013)

Od roku 1981 bola koruna naviazaná na menový kôš piatich mien, ktorý sa skladal z mien, ktoré mali najväčší podiel na obrate bežného účtu platobnej bilancie a v prípade zmien bol aktualizovaný. Obvyklými menami boli americký dolár, nemecká marka, rakúsky šiling, na ďalších miestach sa striedali švajčiarsky frank, britská libra a francúzsky frank. Od mája 1993 bol menový kôš zúžený iba na dve meny, a to nemecká marka s podielom 65 % a americký dolár s podielom 35 %. (ČNB, 2017a)

Inflácia, ktorej znižovanie bolo hlavnou úlohou menovej politiky, klesla medziročne z 18 % v roku 1993 na 10 % v roku 1994, (viď. obrázok v Prílohe č. 3). V nasledujúcich rokoch v hospodárstve sa ponuka nedokázala dostatočne rýchlo prispôsobiť meniacemu sa dopytu. Oživovanie dopytu bol výsledok rastu miezd, ktorý predstihoval produktivitu práce. V tomto období dochádzalo aj k značnému prílivu zahraničného kapitálu, často aj špekulatívneho charakteru. Nesúlad medzi dopytom a ponukou v rokoch 1994 až 1996 viedol k nárastu vonkajšej nerovnováhy. V tejto situácii, s cieľom znova dosiahnuť hospodársku stabilitu, prijala ČNB roku 1996 určité opatrenia. Najhlavnejším bolo rozšírenie fluktuálneho pásma z $\pm 0,5$ % na $\pm 7,5$ %, toto opatrenie malo zabrániť prílivu zahraničného špekulatívneho kapitálu, (viď. obrázok v Prílohe č. 4). Tento druh peňazí v ekonomike zvyšoval peňažnú zásobu a pôsobil destabilizujúco, účelom tohto kroku bolo zníženie ziskov zahraničných investorov plynúcich z veľkého úrokového diferenciálu. Následne v roku 1996 ČNB zvýšila úrokové miery, aj cez toto opatrenie sa ale poskytovanie úverov od polovice roku 1996 do polovice roku 1997 zvýšilo zhruba o 100 mld. Kč. Aj kvôli mierne zvýšenému úrokovému diferenciálu sa tempo prílevu zahraničného kapitálu znížilo. Rozšírenie fluktuálneho pásma však bolo len čiastočným riešením situácie, hlavná príčina nerovnováhy boli rýchlo rastúce mzdy a tomu neodpovedajúce tempo rastu produktivity práce. Prebytočný dopyt musel byť uspokojený dovozom zahraničných tovarov, a tým sa zvyšovala vonkajšia nerovnováha, ktorej úroveň, meraná podielom schodku bežného účtu platobnej bilancie na HDP, dosiahla na začiatku roku 1997 hodnoty prevyšujúcej 8 %. Súčasné pôsobenie všetkých týchto faktorov vyústilo v máji 1997 do menovej krízy českej koruny. Reakciou ČNB na túto situáciu boli devízové intervencie a výrazné zvýšenie úrokových mier. 19. mája 1997 ČNB znížila rezervy bánk, tým sa 14 denný PRIBOR vyšplhal na úroveň cez 40 % až do 10. júla 1997. REPO miera bola navýšená až 4. júna 1997 na 39 %. Menové výkyvy viedli k nahradeniu pevného kurzu režimom riadeného floatingu. Rast peňažnej zásoby sa v druhom polroku 1997 spomalil a dostal sa späť do stanoveného koridoru a následne došlo aj k návratu úrokových mier na nižšie hodnoty. (Jílek, 2013)

3.1.3 Cielenie inflácie, roky 1998 – súčasnosť

Zvolenie režimu cielenia inflácie na konci roku 1997 s platnosťou od roku 1998 bolo východisko zo situácie, keď po menovom kolísaní menová politika stratila menový kurz ako svoju nominálnu kotvu. Druhým dôvodom, prečo bol zavedený tento režim, bola zotrvačnosť pomerne vysokej inflácie a v predchádzajúcich rokoch. Od roku 1994 index spotrebiteľských cien dosiahol 10 % a nasledujúcich rokoch ešte stúpал. Preto sa uvažovalo, že režim cieľovania

inflácie by mohol viesť k prekonaniu zotrvačnej, pomerne vysokej inflácie a obnoviť deflacionárny proces. (Jílek, 2013)

Od zavedenia inflačného cieľovania do roku 2002 ČNB cieľila čistú infláciu, očistenú od vplyv regulovaných cien. Od roku 2002 ČNB cieľi celkovú infláciu, meranú indexom spotrebiteľských cien. Hodnoty cieľa stanoví centrálna banka, od marca 2007 je vyhlásený inflačný cieľ $2\% \pm 1$ percentuálny bod. (Revenda, 2011)

V decembri 1997, súčasne s prechodom na inflačné cieľovanie, bol vyhlásený strednodobý inflačný cieľ do konca roku 2000. V ňom sa ČNB zaviazala, že čistá inflácia sa na konci roku 2000 bude pohybovať v intervale 3,5 – 5,5 % a aby bolo lepšie ukotvené inflačné očakávanie na rok 2000, ČNB vyhlásila na rok 1998 inflačný cieľ v intervale 5,5 – 6,5 %. V novembri 1998 bol stanovený na koniec roku 1999 cieľ na 4 – 5 %, v apríli 1999 bol stanovený dlhodobý cieľ do konca roku 2005 na úroveň 1 – 3 % a v apríli 2000 bol stanovený cieľ do konca roku 2001 na interval 2 – 4 %, ako je možné vidieť v tab. 3.1. (Jílek, 2013)

Tab. 3.1 Inflačný cieľ Českej národnej banky stanovený v čistej inflácii

Koniec roku	Inflačný cieľ vyjadrený v čistej inflácii, %	Vyhlásený
1998	5,5 – 6,5	December 1997
1999	4 – 5	November 1998
2000	3,5 – 5,5	December 1997
2001	2 – 4	Apríl 2000
2005	1 – 3	Apríl 1999

Zdroj: Jílek (2013, s. 280), vlastná úprava

V dohode ČNB s vládou bolo pre obdobie január 2002 až december 2005 vyhlásený koridor, ktorý začína v januári 2002 na úrovni 3 – 5 % a končí v decembri 2005 na úrovni 2 – 4 %. Už nejde o čistú infláciu, ale o ciele celkovej inflácie meranej pomocou indexu spotrebiteľských cien. Pre všetky stanovené ciele platí, že ich hodnota sa po vyhlásení nemení. Od januára 2006 do decembra 2009 ČNB cieľila prírastok indexu spotrebiteľských cien na $3\% \pm 1$ p. b. (Jílek, 2013)

3.1.4 Výnimky z inflačného cieľa

Inflácia sa môže niekedy ocitnúť mimo inflačný cieľ, je to najmä vtedy, keď rozhodnutie nastaviť úrokové miery na určitú úroveň vychádzalo z predpovede, ktorá sa nenaplnila. V podmienkach malého hospodárstva je to napríklad výrazná zmena cien komodít na svetových trhoch a menový kurz, vývoj týchto veličín sa často nedá presne predpovedať a sú mimo

pôsobenia menovej politiky centrálnej banky, jedná sa prevažne o šoky na strane ponuky. Snaha udržať infláciu v cieľi by vzhľadom na tieto okolnosti mohla viesť k nežiadúcim výkyvom HDP a zamestnanosti. Ak takýto šok odchyľi predpokladanú infláciu od cieľa, Česká národná banka na jeho primárne dopady nereaguje. Využije výnimky zo svojho záväzku plniť inflačný cieľ a súhlasí s takto spôsobeným prechodným odchýlením prognózy a následne aj budúcej inflácie od stanoveného cieľa. Zmyslom výnimiek je nechať si priestor na vysvetlenie toho, prečo nebol inflačný cieľ splnený. (ČNB, 2017b)

Výnimky boli po prvýkrát definované na konci roku 1998 a boli v nich spomenuté tieto faktory:

- výrazné zmeny svetových cien surovín, energetických zdrojov a komodít,
- výrazné zmeny menového kurzu, ktoré ale nesúvisia s domácim vývojom základných veličín a s domácou menovou politikou,
- výrazné zmeny v podmienkach poľnohospodárskej výroby, ktoré majú dopad na ceny poľnohospodárskych výrobkov a
- živelné pohromy a podobné mimoriadne situácie s dopytovými a nákladovými dopadmi do oblasti cien.

V apríli 2001, s prechodom na cielenie celého indexu spotrebiteľských cien, bol ich zoznam rozšírený o:

- úpravy regulovaných cien, ktorých dopad by v celkovej inflácii presiahol 1 až 1,5 % a
- skokové úpravy nepriamych daní. (Jílek, 2013)

3.1.5 Prognóza inflácie

ČNB sa kvôli meškaniu medzi operačným cieľom a infláciou riadi predpoveďami budúceho vývoja faktorov, ktoré na jej úroveň vplyvajú. ČNB odhaduje, že zmeny úrokových mier majú najvýraznejší dopad na infláciu za zhruba 12 až 18 mesiacov. ČNB pravidelne prezentuje verejnosti výhľad v horizonte jeden až jeden a pol roka dopredu, pričom je táto prognóza inflácie rolovaná tak, že je každé tri mesiace jej horizont posunutý o jeden štvrtýrok dopredu. Do polovice roku 2002 ČNB používala podmienenú prognózu inflácie. Ide o prognózu inflácie, ktorá je tvorená mimo centrálnu banku a je podmienená predpokladom, že cez obdobie, kedy je prognóza zostavovaná, nedôjde k zmene operačného cieľa menovej politiky, teda úrokových mier. Zobrazuje to, ako by sa vyvíjala inflácia, keby centrálna banka nijako nereagovala. Od júla 2002 ČNB používa nepodmienenú prognózu inflácie. Nepodmienená prognóza inflácie

tvorí prognózu inflácie a trajektóriu úrokových mier konzistentnú s preferenciami ČNB. (Jílek, 2013)

3.1.6 Menovopolitické nástroje

Česká národná banka využíva päť druhov menovopolitických nástrojov, sú to operácie na voľnom trhu, automatické facility, dodávacie repo operácie, povinne minimálne rezervy a devízové intervencie.

Operácie na voľnom trhu

Ich cieľom je usmerňovať vývoj úrokových sadzieb v hospodárstve. Vykonávajú sa najmä prostredníctvom repo operácií. Z hľadiska cieľa a pravidelnosti sa dajú operácie na voľnom trhu rozdeliť na:

- Hlavný menový nástroj má podobu repo operácií, vykonávaných prostredníctvom tendrov. Pri repo operáciách Česká národná banka od obchodných bánk preberá prebytočnú likviditu a predáva im dohodnuté cenné papiere ako kolaterál. Obe strany sa zaväzujú, že po uplynutí doby splatnosti dôjde k reverznej transakcii, kde ČNB ako dlžník vráti veriteľskej banke požičanú istinu zvýšenú o úrok a obchodná banka vráti ČNB kolaterál. Základná doba trvania takýchto operácií je 14 dní, a preto je v menovej politike chápaná kľúčová dvojtyždňová repo sadzba. Od predikcie vývoja likvidity môže byť táto doba aj kratšia ako 14 dní. Repo tendre slúžia na odčerpávanie likvidity v bankovom sektore.
- Doplnkový menový nástroj má podobu trojmesačného repo tendra, prostredníctvom neho ČNB prijíma likviditu na obdobie troch mesiacov.
- Nástroje jemného ladenia (devízové operácie, operácie s cennými papiermi), ČNB ich používa v prípade nečakaných krátkodobých výkyvov v likvidite trhu, kedy je ohrozená stabilita vývoja úrokových sadzieb. (ČNB, 2017c)

Automatické facility

Automatické facility slúžia k ukladaniu, alebo poskytovaniu likvidity cez noc (overnight). Z hľadiska bánk sa jedná o permanentnú možnosť uloženia, alebo zapožičania peňazí, úrokové sadzby u týchto facilit vytvárajú koridor, v ktorom sa pohybujú krátkodobé sadzby na peňažnom trhu a tiež aj 2T repo sadzba.

- Depozitná facilitá umožňuje bankám uložiť si u ČNB bez zaistenia cez noc svoju prebytočnú likviditu. Depozity sú úročené diskontnou sadzbou, tá preto predstavuje dolnú hranicu pre pohyb krátkodobých úrokových sadzieb na peňažnom trhu.
- Marginálna zápožičná facilitá poskytuje bankám možnosť požiť si cez noc od ČNB formou repo operácií likviditu. Finančné prostriedky v rámci tejto facility sú úročené lombardnou sadzbou, tá predstavuje hornú hranicu pre pohyb krátkodobých úrokových sadzieb na peňažnom trhu. (ČNB, 2017d)

Dodávacie repo operácie

Ku koncu roka 2008 Česká národná banka zaviedla mimoriadne dodávacie repo operácie, ktoré majú splatnosť dva týždne a tri mesiace. Ich cieľom je podporiť fungovanie trhu so štátnymi dlhopismi. Od januára 2011 ostala v platnosti už iba dodávacia repo operácia so splatnosťou dva týždne. (ČNB, 2017e)

Povinné minimálne rezervy

Povinnými minimálnymi rezervami centrálna banka ovplyvňuje objem likvidity v bankovom systéme. V súčasných podmienkach prebytku likvidity tento nástroj viac slúži ako rezerva prostriedkov na hladký priebeh v medzibankovom platobnom styku. Na základe zákona o Českej národnej banke je každá banka (aj stavebné sporiteľne), pobočka zahraničnej banky, ktorá má v ČR bankovú licenciu, aj družstevná záložňa, povinná držať na svojom účte u ČNB povinné minimálne rezervy (PMR), tzn. určitý vopred stanovený počet peňažných prostriedkov. V súčasnosti je predpísaná výška na úrovni 2 % zo základne pre výpočet PMR. Od 12. 7. 2001 sa za túto základňu považuje objem primárnych záväzkov danej banky voči nebankovým subjektom, ktorých splatnosť neprevyšuje dva roky. Od 12. 7. 2001 sú prostriedky, až do výšky predpísaného objemu PMR, na tomto účte u ČNB úročené 2T repo sadzbou, dovtedy úročené neboli. (ČNB, 2017f)

Devízové intervencie

Devízové intervencie sú nákupy, alebo predaje, cudzích mien za českú korunu, ktoré vykonáva Česká národná banka na devízovom trhu. Ich cieľom je buď tlmenie volatility na devízovom trhu a/alebo uvoľnenie/sprísnenie menovej politiky. V režime cielenia inflácie nie sú devízové intervencie, na rozdiel od úrokových sadzieb, bežne používaným nástrojom. V určitých prípadoch je ich nutné použiť, napr. keď ČNB v roku 2013 znížila úrokové sadzby až na „technickú nulu“, v takom prípade je možné ďalšie uvoľnenie menovej politiky docieľiť už iba

oslabením kurzu koruny. V roku 2013 banková rada ČNB prijala kurzový záväzok intervenovať na devízovom trhu. Cieľom bolo oslabenie a udržiavanie kurzu koruny na hranici 27 CZK/EUR, pritom sa jedná o asymetrický kurzový záväzok, kde koruna pod hranicu 27 CZK/EUR nemôže posilniť, ale oslabiť nad túto hranicu môže. Túto politiku vykonávala ČNB až do 6. 4. 2017. (ČNB, 2017g)

3.2 Menová politika Národnej banky Slovenska do roku 2008

Menová politika Národnej banky Slovenska (NBS) do roku 2008 sa dá rozdeliť do troch období, od jej vzniku v roku 1993 do roku 1999, kde cieľom menovej politiky NBS bol najmä objem peňažnej zásoby, druhým obdobím boli roky 2000 až 2004, v ktorých cieľom menovej politiky NBS bolo implicitné inflačné cielenie a tretím obdobím bolo inflačné cielenie v režime ERM II, ako cieľ menovej politiky NBS, v rokoch 2005 až 2008. Po roku 2008 sa stala Slovenská republika členom eurozóny a právomoci NBS v rámci menovej politiky prešli na Európsku centrálnu banku.

Národná banka Slovenska začala fungovať ako centrálna banka Slovenskej republiky, ako nastupujúceho štátu po Českej a Slovenskej Federatívnej Republike, 1. januára 1993.

3.2.1 Nezávislá menová politika NBS v rokoch 1993 až 1999

Samostatná menová politika NBS nadviazala na menovú politiku Štátnej banky československej (ŠBČS) v rokoch 1990 až 1992. ŠBČS kvantitatívne riadila menový vývoj cez peňažnú zásobu. Hlavným cieľom NBS bolo dosiahnutie stability meny prostredníctvom znižovania miery inflácie a udržiavanie fixného devízového kurzu slovenskej koruny vo flukтуаčnom pásme $\pm 0,5\%$. Fixný devízový režim fungoval ako nominálna kotva pre vývoj inflácie. NBS používala priame a nepriame menové nástroje, a to: úverové limity, operácie na voľnom trhu, povinné minimálne rezervy, diskontná sadzba, lombardná sadzba, zmenkové operácie a funkcia poslednej inštancie. Kvôli menovému rozdeleniu Slovenska a Českej republiky došlo k výraznému poklesu devízových rezerv Slovenska a 10. júla 1993 došlo k devalvácii kurzu slovenskej koruny voči voľne zmeniteľným menám o 10 %. Vo fixnom devízovom režime v roku 1994 došlo k zmene menového koša slovenskej koruny z päťzložkového na dvojzložkový v pomere 60 % nemecká marka a 40 % americký dolár. V roku 1996 NBS prestala používať úverové limity a častejšie využívala operácie zabezpečené cennými papiermi a blížila sa k používaniu operácií na voľnom trhu. V roku 1996 bol prvýkrát prítomný výrazný prebytok likvidity v bankovom sektore, ktorý prinútil NBS využiť sterilizačné nástroje a emitovať vlastné pokladničné poukážky NBS. Negatívne tendencie

a výskyt špekulatívneho kapitálu vyvolali potrebu zmeny menových nástrojov – zvýšenie lombardnej sadzby na 15 %, zvýšenie sadzby povinných minimálnych rezerv (PMR) z primárnych vkladov na 9 % s úročením nadbytočných rezerv 1,5 %. Bolo zavedené opatrenie nazývané ako Devízová pozícia obchodných bánk na menové účely (DPMÚ), PMR na korunové a devízové vklady nerezidentských bánk, ktorého cieľom bola regulácia úverovej expanzie v cudzej mene a rozšírenie fluktuálneho pásma devízového kurzu slovenskej koruny na ± 5 %. Jeho cieľom bolo zneistenie krátkodobého špekulatívneho kapitálu. V rokoch 1997 až 1998 boli dominantnými menovými nástrojmi operácie na voľnom trhu. Úrokové sadzby sa znižovali, verejný sektor a podniky pokračovali v zadlžovaní sa. V roku 1998 NBS zväčšila fluktuálne pásmo devízového kurzu slovenskej koruny na ± 7 %. Deficit obchodnej bilancie a bežného účtu platobnej bilancie boli nad úrovňou 10 % HDP, to viedlo k destabilizácii hospodárstva. NBS sa snažila obrátiť kurz, ale pre výrazné zníženie devízových rezerv z dôvodu intervencií to bolo dlhodobo neudržateľné a v septembri 1998 sa zmenil kurzový režim slovenskej koruny. 2. októbra 1998 sa stala slovenská koruna menou s plávajúcim devízovým kurzom (floating) s referenčnou menou nemeckou markou a následne eurom. Od roku 1998 bola slovenská koruna v režime riadeného floatingu. NBS používala priame intervencie na devízovom trhu, aby zabránila prílišnej volatilite, teda oslabovaniu, alebo posilňovaniu kurzu slovenskej koruny. V roku 1999 došlo k zrušeniu DPMÚ a menová politika NBS bola realizovaná iba prostredníctvom nepriamych nástrojov. Hlavným nástrojom boli REPO obchody uskutočňované prostredníctvom REPO tendrov. Koncom roku 1992 došlo k reštrukturalizácii úverového portfólia obchodných bánk. Neskôr tieto banky boli predané zahraničným investorom, ale ozdravenie bankového sektora viedlo k zníženiu úrokových sadzieb z úverov a k zdravému rastu úverových aktivít. Inflácia ku koncu roka 1992 síce dosiahla dvojciferné hodnoty, ale vládne opatrenia stabilizovali devízový kurz a boli vytvorené predpoklady na znižovanie úrokových sadzieb. V tomto roku bol znížený fiškálny a aj obchodný deficit na 5 % HDP, čo prinieslo makroekonomickú stabilizáciu slovenskej ekonomiky. Menová politika v tomto období bola zameraná predovšetkým na stabilizáciu cenovej hladiny. (NBS, 2017a)

3.2.2 Implicitné inflačné cielenie v rokoch 2000 až 2004

V roku 2000 NBS prešla z riadenia kvantitatívnych veličín (medzicieľov) na kvalitatívne riadenie s využívaním tržných nástrojov ovplyvňovania medzibankového peňažného trhu a riadenie prostredníctvom stanovenia úrokových sadzieb centrálnou bankou. Ako NBS prešla na inflačné cielenie, s cieľom konvergovať k štandardom ECB, začala NBS viac využívať

kvalitatívne nástroje riadenia menovej politiky. Túto zmenu vyvolalo extrémne kolísanie úrokových sadzieb v rokoch 1993 – 1999. V roku 2001 bol novelizovaný zákon o NBS, kde bol hlavný cieľ udržiavania menovej stability nahradený za cieľ udržiavania cenovej stability. Banková rada NBS pokračovala v zmenách nástrojov menovej politiky a rozhodla sa znížiť PMR zo 6,5 % na 5 % a každý rok o 1 percentuálny bod, až do roku 2004 na úroveň 2 %. Od januára 2002 NBS zrušila používanie administratívnych nástrojov v prospech štandardizovaných, zrušila poskytovanie lombardného úveru a zmenkových obchodov, stanovila diskontnú sadzbu ekvivalentnú limitnej sadzbe NBS pre dvojtýždňové REPO tendre. Kľúčové úrokové sadzby vyhlasované NBS sa stali: základná úroková sadzba NBS, ktorá bola rovná limitnej úrokovej sadzbe pre štandardné dvojtýždňové REPO tendre, úroková sadzba pre jednodňové sterilizačné obchody – vklady a úroková sadzba pre jednodňové refinančné obchody – úvery a pôžičky. Jednania bankovej rady o zmene úrovne kľúčových sadzieb boli minimálne raz za mesiac, pretože tieto sadzby znamenali hlavný nástroj NBS vo vzťahu k strednodobému cieľu. Zmena úrovne kľúčových sadzieb znamenala reakciu NBS na očakávané ekonomické nerovnováhy a odchýlky od očakávaného inflačného cieľa. Tieto úrokové sadzby predstavovali stanovenie ceny pre obchody s bankami na domacom medzibankovom trhu, ale mali aj signál pre verejnosť, aký vývoj inflácie očakáva NBS. V júli 2003 bol vládou Slovenskej republiky prerokovaný materiál ministerstva financií Slovenskej republiky a NBS s názvom „*Stratégia prijatia eura*“ a bolo schválené „*Spoločné vyhlásenie Vlády SR a NBS k postupu pri vstupe do eurozóny*“. V tomto návrhu sa NBS zaviazala, že urobí všetko preto, aby boli úspešne zrealizované všetky reformy a aby Slovenská republika (SR) zaviedla euro v rokoch 2008 až 2009. V máji 2004 sa SR stala členom Európskej únie a NBS sa stala členom Európskeho systému centrálnych bánk. Slovenská republika sa podpísaním prístupovej zmluvy stala členom hospodárskej a menovej únie a prijala záväzok stať sa v budúcnosti členom menovej únie. V septembri Vláda SR schválila spoločný materiál Ministerstva financií a NBS s názvom „*Konkretizácia stratégie prijatia eura v Slovenskej republike*“, kde sa spomínalo, že zavedenie eura je reálne v roku 2009. (NBS, 2017b)

3.2.3 Inflačné ciele v ERM II v rokoch 2005 – 2008

V menovom programe, ktorý platil do roku 2008, z decembra 2004 bol definovaný rámec vykonávania menovej politiky ako inflačné ciele v systéme ERM II. NBS bola zaviazaná maastrichtskými kritériami s členstvom v EÚ a pre prijatie spoločnej meny euro stanoviť medziročnú infláciu meranú harmonizovaným indexom spotrebiteľských cien (HICP) pod 2,5 % k decembru roku 2006 a pod 2 % k decembru rokov 2007 a 2008 tak, aby sa splnilo

maastrichtské kritérium na základe priemernej dvanásťmesačnej inflácie. Inflačné cielenie bol hlavný záväzok NBS a podriadila mu výkon menovej politiky. Fundamentálnou podmienkou dosiahnutia cieľovej inflácie bol konsenzus fiškálnej a menovej politiky. V júli 2005 bol prijatý *Národný plán na zavedenie eura na Slovensku* a 25. novembra 2005 slovenská koruna vstúpila do Mechanizmu výmenných kurzov ERM II. Centrálna parita slovenskej koruny voči euru bola nastavená na úroveň $1 \text{ EUR} = 38,4550 \text{ SKK}$, avšak mohla kolísať v rozmedzí štandardného flukтуаčného pásma $\pm 15 \%$ okolo centrálnej parity. To, že sa Slovensko stalo členom v ERM II a bola stanovená centrálna parita, prispelo k stabilizácii kurzového vývoja slovenskej koruny a nominálnej konvergencii. V marci 2007 Slovensko požiadalo o revalváciu centrálnej parity slovenskej koruny v ERM II na úroveň $1 \text{ EUR} = 35,4424 \text{ SKK}$. V máji 2008 Konvergenčná rada Európskej komisie skonštatovala, že boli splnené podmienky na prijatie eura a centrálna parita koruny v ERM II revalvovala o $17,6472 \%$ a nová centrálna parita bola stanovená na úrovni $1 \text{ EUR} = 30,1260 \text{ SKK}$. V júni bolo Radou EÚ pre ekonomické a finančné otázky (ECOFIN) odporučené Slovensku vstúpiť do eurozóny k 1. januáru 2009. V júli ECOFIN stanovil neodvolateľný prepočítavací koeficient medzi eurom a slovenskou korunou – konverzný kurz – na úrovni $1 \text{ EUR} = 30,1260 \text{ SKK}$. Slovenská republika 1. januára 2009 prijala euro ako 16. krajina Európskej únie. (NBS, 2017c)

3.3 Menová politika Národnej banky Slovenska od roku 2009

1. januára 2009 Slovenská republika vstúpila do eurozóny a Národná banka Slovenska sa stala členom Eurosystemu. Eurosystem je zložený z Európskej centrálnej banky a centrálnych bánk členských štátov eurozóny. Týmto dňom zanikla samostatná menová politika Národnej banky Slovenska, ktorú odteraz na Slovensku vykonáva Európska centrálna banka.

Európska centrálna banka (ECB) sa stala nezávislou nadnárodnou menovou autoritou v Európskej menovej únii od 1. januára 1999. Nezávislosť ECB zahŕňa štyri základné podmienky, ktoré sa vzťahujú tiež na centrálnu banku členských štátov:

- inštitucionálna nezávislosť – ECB a národné centrálnu banky nemôžu prijímať, alebo požadovať pokyny od Európskej únie, alebo od národných vlád,
- funkčná nezávislosť – hlavným cieľom menovej politiky musí byť menová stabilita,
- osobná nezávislosť – vrcholné orgány ECB a národných centrálnych bánk musia mať najmenej päťročné funkčné obdobie a nemôžu byť odvolaní z politických dôvodov,
- finančná nezávislosť – vlády nemôžu využívať národné centrálnu banky na financovanie rozpočtových výdavkov a ovplyvňovať rozpočty týchto bánk.

Vrcholným výkonným orgánom ECB je Výbor riaditeľov zložený z prezidenta, viceprezidenta a štyroch ďalších členov. Rozhodovacím orgánom je Banková rada (Riadiaci výbor), ktorý sa skladá z Výboru riaditeľov a guvernérov centrálnych bánk členských štátov eurozóny. Generálna rada sa skladá z guvernérov všetkých centrálnych bánk členských štátov EÚ a z Výboru riaditeľov (grafické znázornenie vid'. na obrázku v Prílohe č. 5). Eurosystém vykonáva jednotnú menovú politiku v ekonomickom priestore eurozóny. Od marca 2002 sa stal jediným emitentom hotovosti v mene euro, aj keď technicky je to vykonávané prostredníctvom národných centrálnych bánk. Základným cieľom Eurosystému je cenová stabilita a druhým je finančná stabilita a integrácia. Centrálné banky všetkých štátov EÚ a ECB tvoria spolu Európsky systém centrálnych bánk (ESCB). V tomto rámci krajiny, ktoré neprijali euro, môžu vykonávať vlastnú menovú politiku, preto sa nezúčastňujú rokovaní, ani vykonávania rozhodnutí o menovej politike Eurosystému. (Revenda, 2011)

3.3.1 Ciele menovej politiky Európskej centrálnej banky

Udržanie cenovej stability je hlavným cieľom Eurosystému a jednotnej menovej politiky, za ktorú je zodpovedný, tak ako je to stanovené v Zmluve o fungovaní Európskej únie. Bez toho, aby bol ohrozený cieľ cenovej stability Eurosystém bude tiež podporovať všeobecné hospodárske politiky v Európskej únii s cieľom prispieť k dosiahnutiu cieľov EÚ. Medzi tieto ciele patrí napríklad plná zamestnanosť a vyvážený ekonomický rast. Cieľom je udržať mieru inflácie v strednodobom období na úrovni 2 %. (ECB, 2017a)

3.3.2 Nástroje menovej politiky Európskej centrálnej banky

Nástroje, ktoré používa Európska centrálna banka sú operácie na voľnom trhu, automatické operácie, povinné minimálne rezervy a programy nákupu aktív.

Operácie na voľnom trhu

ECB využíva 4 druhy operácií na voľnom trhu:

- Hlavné refinančné operácie – sú pravidelné reverzné refinančné obchody, uskutočňujú sa týždenne so splatnosťou jedného týždňa. Realizujú sa decentralizovane cez národné centrálné banky (NCB) formou štandardných tendrov.
- Dlhodobé refinančné operácie – sú to reverzné refinančné obchody, ktoré sú uskutočňované mesačne, obvyčajne so splatnosťou troch mesiacov, nepravidelne môže Eurosystém vykonať aj refinančné operácie s dlhodobejšou splatnosťou, realizujú ich NCB prostredníctvom štandardných tendrov.

- Dolad'ovacie operácie – vykonávajú sa účelovo na zmiernenie nečakaných výkyvov v likvidite, vykonávajú sa najmä cez reverzné obchody, ale aj prostredníctvom devízových swapov a prijímania termínovaných vkladov. Tieto operácie uskutočňujú NCB cez rýchle tendre alebo formou bilaterálnych transakcií.
- Štrukturálne operácie – vykonávajú sa pomocou reverzných obchodov, priamych obchodov a pomocou emisií dlhových certifikátov ECB. Vykonávajú sa vtedy, ak chce ECB napraviť štrukturálnu pozíciu finančného sektora voči Eurosystemu. Prostredníctvom štandardných tendrov sa vykonávajú reverzné obchody a emisie dlhových certifikátov a formou bilaterálnych operácií vykonávajú NCB priame obchody. (NBS, 2017d)

Automatické nástroje

Automatické nástroje ECB využíva:

- Jednodňové refinančné obchody s cieľom získania jednodňovej likvidity od národnej centrálnej banky proti zabezpečeniu dostatočných aktív.
- Jednodňové sterilizačné obchody – obchodné banky prostredníctvom tohto nástroja môžu požiadať o uloženie voľných rezerv cez noc u národnej centrálnej banky. (NBS, 2017e)

Povinné minimálne rezervy

ECB požaduje, aby úverové inštitúcie so sídlom v eurozóne držali minimálne rezervy u NCB. Základňa pre výpočet povinných minimálnych rezerv je odvodená od položiek v bilancii úverovej inštitúcie. Plnenie povinných minimálnych rezerv je dané priemernou hodnotou denných zostatkov na účte povinných minimálnych rezerv počas obdobia pre dodržanie. Povinné minimálne rezervy sú úročené priemernou sadzbou pre hlavné refinančné operácie Eurosystemu a nadbytočné rezervy sa úročia buď sadzbou 0 %, alebo sadzbou pre jednodňové sterilizačné operácie, závisí na tom, ktorá sadzba je nižšia. (NBS, 2017f)

Programy nákupu aktív

Rozšírený nákup aktív (APP) obsahuje všetky programy nákupu cenných papierov súkromného a verejného sektora na vyriešenie rizík spojených s pretrvávajúcou nízkou mierou inflácie. Obsahuje štyri druhy programov:

- Tretí program nákupu krytých dlhopisov (CBPP3)

- Program nákupu cenných papierov krytých aktívami (ABSPP)
- Program nákupu cenných papierov verejného sektoru (PSPP)
- Program nákupu cenných papierov podnikového sektoru (CSPP)

Mesačné čisté nákupy cenných papierov v súkromnom a verejnom sektore do výšky 80 mld. EUR v priemere (od marca 2015 do marca 2016 bol tento priemerný čistý nákup na úrovni 60 mld. EUR). Od apríla 2017 bude činiť v priemere 60 mld. EUR. Tieto programy majú byť vykonané do konca roku 2017, až kým Rada guvernérov uvidí udržateľne nastavený vývoj inflácie, ktorý je totožný s ich cieľom dosiahnuť mieru inflácie pod, ale blízko 2 % v strednodobom období. (ECB, 2017b)

Tretí program nákupu krytých dlhopisov začal fungovať od 20. októbra 2014, tento nákup dlhopisov Eurosystémom má prispieť k zlepšeniu fungovania transmisného mechanizmu menovej politiky, podporovaniu podmienok financovania v eurozóne, uľahčeniu poskytovania úverov do reálnej ekonomiky a vytvára pozitívne vedľajšie účinky na ostatné trhy. (ECB, 2017b)

Program nákupu cenných papierov krytých aktívami začal 21. novembra 2014 a pomáha bankám diverzifikovať zdroje financovania a stimuluje vydávanie nových cenných papierov. Cenné papiere kryté aktívami pomôžu bankám plniť ich hlavnú úlohu, ktorou je poskytovanie úverov do reálnej ekonomiky. Napríklad zabezpečenie pohľadávok za úvery a ich odpredaj môže poskytnúť bankám nové prostriedky na poskytovanie nových úverov do reálnej ekonomiky. Týmto sa ďalej uľahčí financovanie a úverové podmienky, a tým pomôže chodu menovej politiky. (ECB, 2017b)

Program nákupu cenných papierov verejného sektora bol spustený 9. marca 2015 a Eurosystém začal nakupovať cenné papiere verejného sektora. Cenné papiere, ktoré sa vzťahujú na tento program boli nominálne a inflačne indexované dlhopisy centrálnej vlády a dlhopisy vydávané známymi agentúrami, regionálnymi a lokálnymi vládami, medzinárodnými organizáciami a medzinárodnými rozvojovými bankami so sídlom v eurozóne. Eurosystém mal v úmysle rozdeliť nákupy v pomere 90 % vládnych dlhopisov a známych agentúr a 10 % cenných papierov emitovaných medzinárodnými organizáciami a medzinárodnými rozvojovými bankami (od marca 2015 do marca 2016 to bolo v pomere 88 % ku 12 %). (ECB, 2017b)

Prostredníctvom programu nákupu cenných papierov podnikového sektora začal Eurosystém nakupovať cenné papiere podnikov od 8. júna 2016. Opatrenie pomohlo ďalej posilniť presah opatrení nákupu aktív do jednotlivých krajín eurozóny. (ECB, 2017b)

3.4 Európsky stabilizačný mechanizmus

Európsky stabilizačný mechanizmus slúži ako stály mechanizmus finančnej podpory pre krajiny eurozóny. Predchádzali mu dva dočasné mechanizmy, a to Európsky nástroj finančnej stability (EFSF) a Európsky nástroj finančnej stabilizácie (EFSM).

Európsky nástroj finančnej stabilizácie bol dočasný nástroj na obranu proti dlhovej kríze, ktorá sa začínala prejavovať v krajinách eurozóny. Bol vytvorený v máji 2010. EFSM dával možnosť Európskej komisii získať prostriedky do výšky 60 mld. EUR emisiami dlhopisov, za ktoré ručil rozpočet EÚ. Každá krajina prispievala určitým podielom do európskeho rozpočtu. Tieto peniaze Európska komisia prerozdeľovala krajinám, ktoré mali problémy s financovaním vládneho dlhu. Z tohto programu bolo pre Írsko vyčerpaných 22,5 mld. EUR a na nápravný program pre Portugalsko 26 mld. EUR. EFSM bol zriadený ako dočasný program na obranu proti vplyvu krízy. Nahradíť ho mal Európsky stabilizačný mechanizmus (ESM). (Ministerstvo financií Českej republiky, 2015)

Európsky nástroj finančnej stability (EFSF) bol vytvorený v máji 2010 na pomoc členským štátom eurozóny v boji proti dlhovej kríze. Fungoval ako samostatná finančná inštitúcia, ktorá získavala financie vydávaním obligácií a ostatnými dlhovými inštrumentmi na kapitálovom trhu. Za splatnosť týchto cenných papierov ručili členské štáty eurozóny. 440 mld. EUR bola pôvodná výška záruk, ale vzhľadom na iné úverové zaistenia to tvorilo asi 250 mld. EUR efektívnej výpožičnej kapacity. V júli 2011 bol tento objem zvýšený na 780 mld. EUR, to odpovedalo 440 mld. EUR efektívnej výpožičnej kapacite. Krajinám, ktoré sa zúčastnili nápravného programu, mohli byť podporené viacerými spôsobmi: priame vládne pôžičky, intervencie na primárnom alebo sekundárnom trhu vládnych dlhopisov. Financie z EFSF na nápravné programy čerpalo Írsko v hodnote 17,7 mld. EUR, Portugalsko 26 mld. EUR, druhý nápravný program pre Grécko vo výške 145 mld. EUR a na rekapitalizáciu španielskych bánk bolo vyčlenených 100 mld. EUR. Aj tento program bol len dočasný a nahradíť ho mal trvalý stabilizačný mechanizmus. (Ministerstvo financií Českej republiky, 2015)

Európsky stabilizačný mechanizmus funguje od októbra 2012, ide o nadnárodnú finančnú inštitúciu, ktorá disponuje upísaným kapitálom v hodnote 700 mld. EUR. Z toho je

80 mld. EUR splatený kapitál a 620 mld. EUR predstavuje prisľúbený kapitál, ktorý môže byť, v prípade potreby, poskytnutý členským krajinám eurozóny podľa distribučného kľúča. Kľúč je vytvorený na základe podielu národných centrálnych bánk eurozóny na splatenom kapitále ECB. Krajiny, ktoré dosahujú HDP na obyvateľa meraného v tržných cenách menší ako 75 % priemeru EÚ sú považované za menej vyspelé a z toho dôvodu majú na prechodnú dobu 12 rokov zvýhodnený kľúč. Finančnú pomoc je možné poskytovať viacerými spôsobmi, napríklad: krátkodobé a strednodobé pôžičky, nákup dlhopisov na primárnych trhoch, intervencie na sekundárnych trhoch štátnych dlhopisov a pôžičky na rekapitalizáciu bankového sektora. Fundamentálnym princípom pre čerpanie prostriedkov z ESM je plnenie kritérií nápravného programu. Poskytnutie pomoci je viazané na to, že v ohrození musí byť finančná stabilita celej eurozóny. Žiadúce je aj zapojenie Medzinárodného menového fondu v expertnej a finančnej rovine. Zatiaľ zo svojich prostriedkov ESM poskytol pôžičku 9 mld. EUR na Cyperský nápravný program a prisľúbil pôžičku 100 mld. EUR na rekapitalizáciu španielskej bánk. Po tom, ako bude ustanovený jednotný dohľad na banky v eurozóne, ako kľúčová časť bankovej únie, sa ESM bude môcť podieľať na pomoci bankám priamymi kapitálovými stimulmi. Členské štáty ESM sú všetky štáty eurozóny, na obrázku v Prílohe č. 6 je znázornený kapitálový kľúč, upísaný kapitál a splatený kapitál týchto štátov. (Ministerstvo financií Českej republiky, 2015)

3.6 Zhrnutie

V tejto kapitole bol popísaný vznik dvoch nastupujúcich bánk po Štátnej banke československej, ktorá zanikla rozdelením federácie a nahradili ju Česká národná banka a Národná banka Slovenska. Ďalej boli opísané menové politiky troch centrálnych bánk s ohľadom na to, že menová politika Národnej banky Slovenska prešla plynulo v menovú politiku Európskej centrálnej banky, a preto bol opis menovej politiky Národnej banky Slovenska rozdelený na dve subkapitoly, do roku 2008 a od roku 2009. Na konci kapitoly bol zmienený vznik Európskeho stabilizačného mechanizmu, ktorý sa po dvoch dočasných predchodcoch (EFSF a EFSM) stal trvalým stabilizačným mechanizmom pre ochranu eurozóny pred dlhovou krízou.

Tab. 3.2 Porovnanie menových politik Českej národnej banky a Národnej banky Slovenska

Porovnanie menových politik ČNB a NBS		
	ČNB	NBS
Vznik	1.1.1993	1.1.1993
Udržiavanie fixného kurzu k referenčným menám	Áno, do roku 1998, DEM (65 %), USD (35 %)	Áno, do roku 1998, DEM (60 %), USD (40 %)
Cielenie inflácie	Áno, od 1998	Áno, od 1998
Účasť v ERM II	Nie	Áno, 2005 až 2008
Vstup do eurozóny	Nie	Áno, 2009
Člen ESCB	Áno, od 2004	Áno, od 2004
Člen ECB	Nie	Áno, od 2009
Operácie na voľnom trhu	Áno	Áno
Automatické nástroje	Áno	Áno
Povinné minimálne rezervy	Áno	Áno
Devízové intervencie	Áno, od 2013 do 2017	Nie
Kvantitatívne uvoľňovanie	Nie	Áno, od 2015
Účasť a podpora z ESM	Nie	Áno, od 2012, bez čerpania podpory

Zdroj: Vlastné spracovanie

Česká národní banka ostala nezávislou inštitúciou s vlastnou menovou politikou, v súčasnosti je jej hlavným obsahom činnosti vykonávanie devízových intervencií a udržiavanie kurzu koruny okolo úrovne 27 CZK/EUR, ale používa aj ostatné nástroje, ktoré používa aj Európska centrálna banka, ktorej súčasťou je Národná banka Slovenska od roku 2009. Patria medzi ne operácie na voľnom trhu, automatické nástroje, povinné minimálne rezervy, ale na rozdiel od ECB nevyužíva kvantitatívne uvoľňovanie prostredníctvom nakupovania vládnych a súkromných dlhopisov. Národná banka Slovenska sa stala členom Eurosystému a má zastúpenie v ECB, odovzdala jej časť svojich devízových rezerv a právomoci emitovať peniaze prešli na ECB. NBS vykonáva jednotnú menovú politiku Eurosystému s hlavným cieľom cenovej stability.

Obsahom nasledujúcej kapitoly bude porovnanie vplyvu kurzových politik na ekonomiku Českej republiky a Slovenska. Či samostatná menová politika v prípade Českej republiky bola lepšou voľbou na prekonanie krízy, alebo naopak, či Slovensko urobilo

krok správnym smerom a aj vďaka členstvu v eurozóne sa dostalo z krízy ľahšie. Kapitola bude obsahovať vývoj podstatných ukazovateľov oboch krajín a ich porovnanie. Pomocou regresnej a korelačnej analýzy bude zhodnotený vplyv kurzu na vybrané ukazovatele výkonnosti ekonomiky.

4 Vplyv kurzových politík na českú a slovenskú ekonomiku

V tejto kapitole bude opísané, aký vplyv mali rôzne kurzové politiky na ekonomiku oboch spomínaných krajín. Začiatkom pozorovania je rok 2006, rok pred vypuknutím finančnej a hospodárskej krízy v roku 2007, až do súčasnosti. Do roku 2009 Slovensko ešte nebolo členom eurozóny, ale muselo cieľiť devízový kurz v režime ERM II po dobu dvoch rokov, kedy nemohlo menu devalvovať, a následne vstúpilo do eurozóny 1. 1. 2009 s fixným kurzom na úrovni 30,1260 SKK/EUR. Česká republika od vypuknutia finančnej a hospodárskej krízy až do súčasnosti nebola a ani nie je v režime ERM II a stále má vlastnú menu, preto v čase krízy mohla svoj kurz v prípade potreby upravovať. Od roku 2013 sa ČNB rozhodla uplatniť asymetrický kurzový záväzok, ktorým sa zaviazala pomocou devízových intervencií udržiavať kurz na úrovni 27 CZK/EUR s tým, že koruna môže depreciovateľ, ale nesmie apreciovať. ČNB skončila s využívaním devízových intervencií, ako doplnkového nástroja menovej politiky, 6. 4. 2017. Dopady kurzovej politiky na ekonomiky oboch krajín budú znázornené vo vývoji tempa rastu HDP, miery inflácie, miery nezamestnanosti a exportu.

4.1 Zahraničný obchod Českej republiky a Slovenska

Na skúmanie významnosti kurzovej politiky oboch krajín je potrebné zistiť, akú teritoriálnu štruktúru má ich zahraničný obchod a aký majú stupeň otvorenosti ekonomiky. Z teritoriálnej štruktúry je možné zistiť, kurz ktorých mien je najvhodnejšie skúmať, stupeň otvorenosti vypovedá informácie, jednak o vývoji obchodnej bilancie, ale aj o tom, ako veľmi je krajina závislá na zahraničnom obchode.

Z teritoriálneho hľadiska, podľa Eurostatu (2017), Česká republika najviac exportuje do Nemecka, a to až 32 % objemu celkového exportu, druhým partnerom je Slovensko s 8 percentným podielom na celkovom exporte a tretím je Poľsko, kde Česká republika exportuje 6 % celkového objemu exportu. Zo svetového hľadiska Česká republika vyváža až 84 % celkového exportu do krajín EÚ a je iba o jeden percentuálny bod za Slovenskom, ktoré vyváža 85 % do členských krajín EÚ. Z dovoznej štruktúry Česká republika dováža najviac opäť z Nemecka, a to 31 % celkového dovozu, druhé miesto patrí Poľsku s 10 percentným podielom na celkovom dovoze a tretia je Čína so sedem percentným podielom na celkovom dovoze do ČR. Čo sa týka krajín EÚ a dovozu do ČR, až 79 % dovozu do ČR pochádza z členských krajín EÚ.

Teritoriálna štruktúra zahraničného obchodu Slovenska je podobná ako v prípade Českej republiky, pretože hlavným exportným aj importným partnerom je Nemecko. V prípade

exportu do Nemecka plyní 22 % celkového exportu, do Českej republiky 12 % a do Poľska 8 %. Slovensko je číslo jedna v exporte do krajín EÚ, spomedzi všetkých krajín EÚ exportuje do členských krajín Európskej únie až 85 % celkového objemu svojho exportu. Najväčším dovozným partnerom pre Slovensko je tiež Nemecko s podielom 20 % na celkovom dovoze, nasleduje Česká republika so 17 percentným podielom a tretie je Rakúsko s podielom 10 % celkového objemu dovozu Slovenska. (Eurostat, 2017)

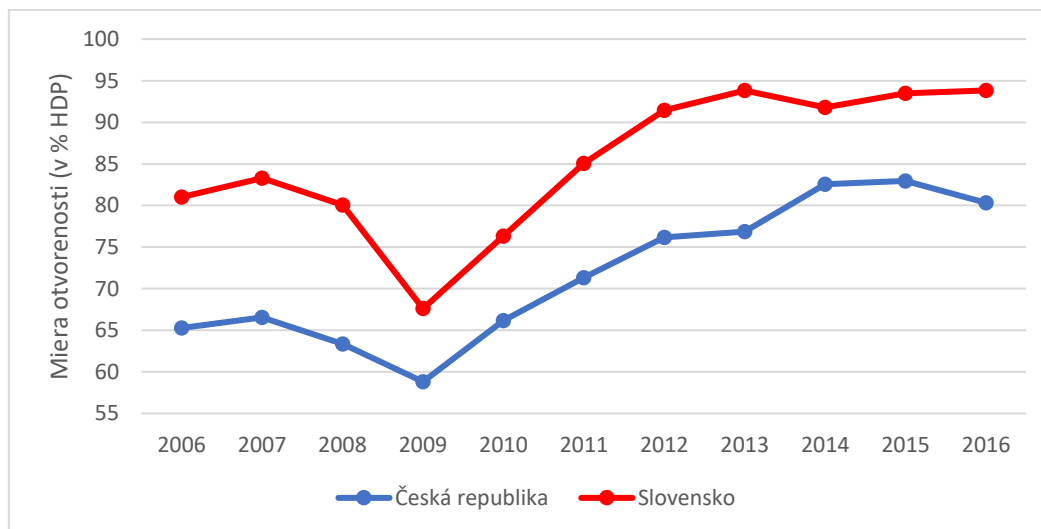
Stupeň otvorenosti ekonomiky bol pre obidve republiky meraný pomocou troch ukazovateľov, a to podielu exportu na HDP, importu na HDP a ako podiel exportu + importu ku hrubému domácejmu produktu. Tab. 4.1 znázorňuje stupne otvorenosti ČR a Slovenska v %.

Tab. 4.1 Stupeň otvorenosti ekonomík ČR a Slovenska (v %, v bežných cenách) v rokoch 2006 – 2016

Rok	Export/HDP		Import/HDP		(Export + Import)/HDP	
	ČR	Slovensko	ČR	Slovensko	ČR	Slovensko
2006	65.3	81.0	62.5	85.0	127.8	166.0
2007	66.6	83.3	64.1	84.4	130.7	167.7
2008	63.4	80.0	61.2	82.9	124.6	162.9
2009	58.8	67.6	54.9	69.1	113.7	136.7
2010	66.2	76.3	63.1	77.8	129.3	154.1
2011	71.3	85.0	67.5	86.0	138.8	171.0
2012	76.2	91.4	71.4	87.8	147.5	179.2
2013	76.9	93.8	71.1	89.6	148.0	183.4
2014	82.5	91.8	76.2	88.2	158.7	180.0
2015	83.0	93.5	76.8	91.1	159.8	184.6
2016	80.3	93.8	73.0	90.1	153.3	183.9

Zdroj: Eurostat (2017), vlastné spracovanie

Graf 4.1 Vývoj otvorenosti ekonomík Českej republiky a Slovenska (v export/HDP) v rokoch 2006 – 2016 (v % HDP)



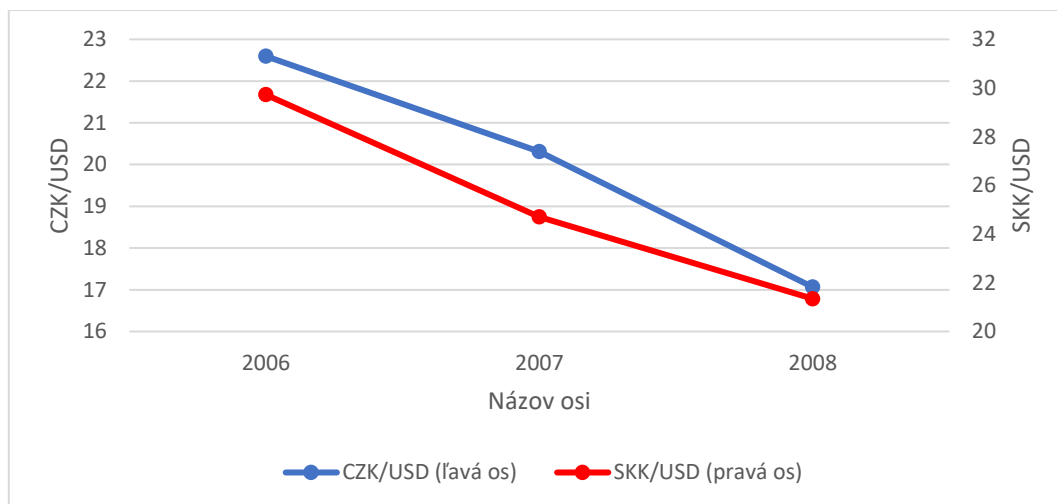
Zdroj: Eurostat (2017), vlastné spracovanie

Z Tab. 4.1 a grafu 4.1 vyplýva, že stupeň otvorenosti obidvoch ekonomík je vysoký. V oblasti exportu je Slovensko okrem rokov 2009 a 2010, kedy bola prítomná v Európe hospodárska a finančná kríza, stále nad úrovňou 80 %. Česká republika mierne stúpala, až na výkyvy v časoch hospodárskej krízy, ale nedosiahla 80 %, od spustenia devízových intervencií v roku 2013 je viditeľný medziročný nárast v roku 2014 o 5,6 p. b., čo je najvyšší medziročný nárast za sledované obdobie. Vtedy ČR prekročila hranicu 80 % podielu exportu na HDP, k čomu prispel aj udržiavajúci slabý kurz českej koruny voči euru. V prípade Slovenska, ktoré nemá vlastnú kurzovú politiku, je viditeľný medziročný pokles exportu v roku 2014 o 2 p. b., import vzrástol a v posledných rokoch sa drží v pomere k HDP na hranici 90 %. V ČR, po zavedení devízových intervencií, nárastol v roku 2014 import v pomere k HDP oproti predchádzajúcemu roku o 5,1 p. b., ten však neprekročil hodnotu exportu a obchodná bilancia bola aktívna, intervencie podporili export a už po roku je vidieť ich účinok. V roku 2016 je viditeľný pokles exportu aj importu v pomere k HDP o 3 p. b., čo súvisí s udalosťami vo svete, ako konflikty na Ukrajine, sankcie na Rusko a oslabenie rubľa, pretože HDP, ktorého hodnota je v menovateli, v roku 2016 rástlo nižším tempom ako v predchádzajúcom roku. V prípade Slovenska tento pokles nie je až taký výrazný. Import v pomere k HDP poklesol o 1 p. b., ale export mierne nárastol o 0,3 p. b., na čo nemala vplyv kurzová politika, ale obnovenie trhu s automobilmi a elektrickými strojmi a prístrojmi.

4.2 Vývoj kurzov českej koruny, slovenskej koruny a eura

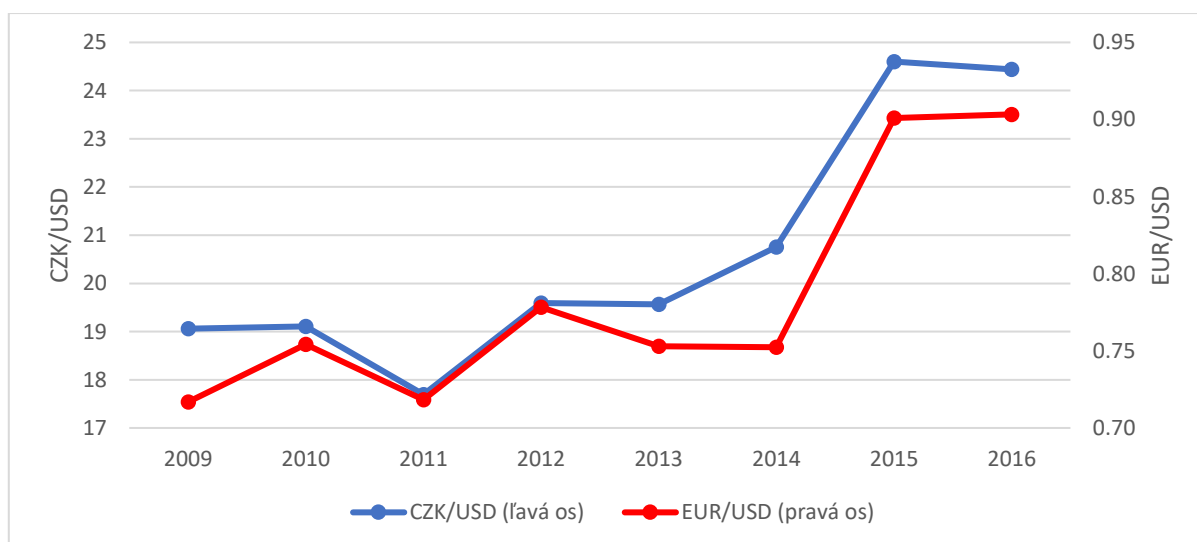
Na nasledujúcich grafoch bude znázornený vývoj kurzov českej a slovenskej koruny voči euru od roku 2006 do roku 2008. Rok 2006 bol vybraný ako rok pred krízou a rok 2008, ako rok pred zavedením eura na Slovensku. Od roku 2009, až do súčasnosti je za Slovenskú republiku priamo kótované euro a za Českú republiku česká koruna voči americkému doláru.

Graf 4.2 Vývoj kurzov českej a slovenskej koruny voči americkému doláru



Zdroj: ČNB (2017j); NBS (2017g), vlastné spracovanie

Graf 4.3 Vývoj kurzov českej koruny a eura voči americkému doláru

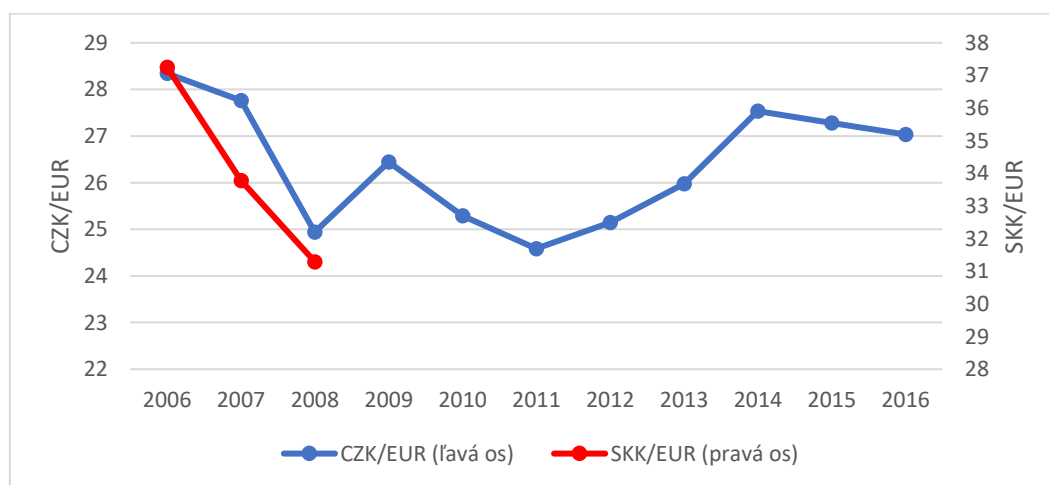


Zdroj: OECD (2017), vlastné spracovanie

Z grafov 4.2 a 4.3 vyplýva, že kurzy českej aj slovenskej koruny boli pred začiatkom vypuknutia krízy na vysokej úrovni a do roku 2008 plynulo posilňovali, čo malo v krízovom

období nepriaznivý charakter pre tak malé otvorené ekonomiky závislé na exporte. Na grafe 4.3 je viditeľná stagnácia kurzu českej koruny voči americkému doláru v krízových rokoch 2009 až 2010 okolo hodnoty 19 CZK/USD a v roku 2011 dokonca posilnenie na 17,695 CZK/USD, takmer na úroveň v roku 2008. V ďalších rokoch už česká koruna voči USD oslabovala, až na úroveň 24,439 CZK/USD v roku 2016. Od roku 2009 je národnou menou Slovenska euro, preto je kurzový vývoj rozdelený na dva samostatné grafy, v roku 2010 euro mierne oslabilo voči americkému doláru, následne však posilnilo na úroveň 0,718 EUR/USD v roku 2011. V roku 2012 euro voči americkému doláru oslabilo na hodnotu 0,778 EUR/USD, v ďalších rokoch 2013 a 2014 mierne posilnilo, ale od roku 2014 euro voči americkému doláru výrazne oslabovalo, až na úroveň 0,903 EUR/USD v roku 2016. Je viditeľný zhodný trend oslabovania aj u českej koruny voči americkému doláru od roku 2012, v roku 2016 mierne posilnila na úroveň 24,439 CZK/USD.

Graf 4.4 Vývoj kurzu českej a slovenskej koruny voči euru



Zdroj: Eurostat (2017), vlastné spracovanie

Na grafe 4.4 je znázornený vývoj kurzu českej a slovenskej koruny voči euru, pretože do krajín eurozóny smeruje najväčšia časť exportu Českej a Slovenskej republiky. Z grafu je viditeľné, že obidve meny voči euru posilňovali. Slovensko nemohlo devalvovať menu, pretože od roku 2005 bolo typom menovej politiky inflačné cielenie v režime ERM II, kedy mohlo len revalvovať až do roku 2009, kedy vstúpilo do eurozóny. Vývoj kurzu českej koruny začína od roku 2006 obdobným tempom posilňovania voči euru, ako v prípade Slovenska, ale v roku 2009 je vidno oslabenie až na 26,445 CZK/EUR kvôli dopadu finančnej a hospodárskej krízy na českú korunu. Následné dva roky je viditeľné posilnenie, až na hodnotu 24,586 CZK/EUR v roku 2011. Od tohto roku česká koruna už iba oslabovala, navyše v roku 2014 na hodnotu

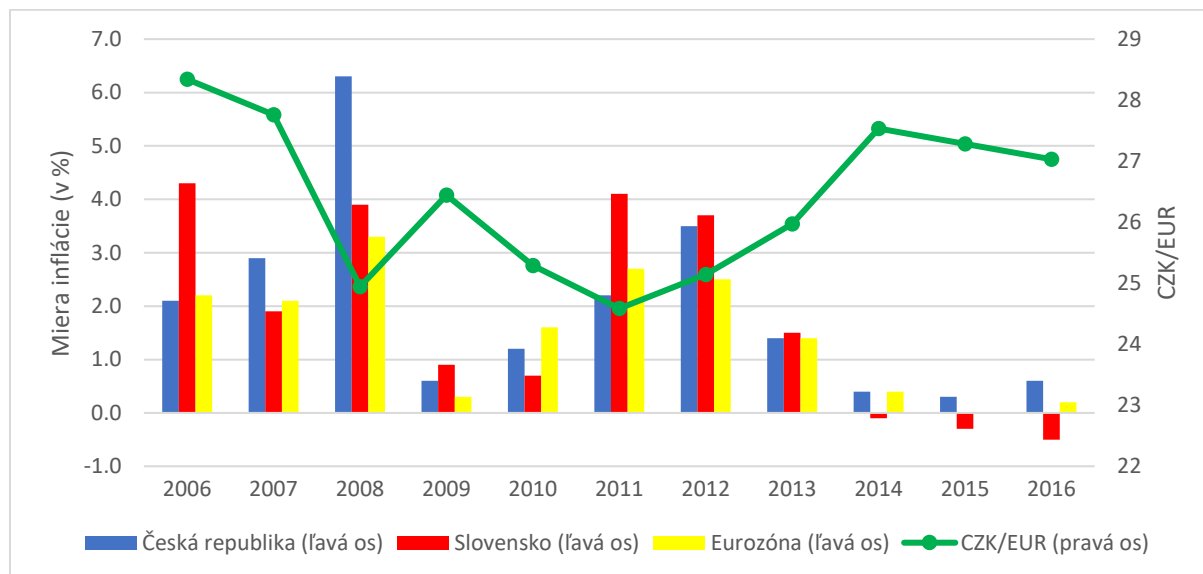
27,533 CZK/EUR, po zavedení nástroja devízových intervencií. Od novembra 2013 mierne posilnila, ale ČNB ju udržuje na hodnote okolo 27 CZK/EUR, pričom nemôže posilniť pod túto hranicu. Táto politika v posledných rokoch bola vykonávaná pomocou devízových intervencií.

4.3 Vývoj miery inflácie

Tento ukazovateľ bol zahrnutý do pozorovania pre zistenie vývoja miery inflácie v závislosti na menovom kurze. Na grafe 4.5 je znázornený vývoj miery inflácie v rokoch 2006 až 2016 pre Českú republiku, Slovensko a eurozónu, súčasťou grafu je aj vývoj kurzu českej koruny k euru. Do roku 2013 bol kurz CZK/EUR určený trhom. Od novembra roku 2013 ČR pristúpila k devízovým intervenciám a kurz bol umelo udržiavaný Českou národnou bankou na úrovni 27 CZK/EUR. Toto rozhodnutie ČNB spravila pre vyhnutie sa deflácií v nasledujúcich rokoch, pretože štandardné menové nástroje boli už vyčerpané. Úrokové sadzby boli na nule a inflácia mala podľa prognóz klesať. Týmto krokom ČNB podporila český export, ale zároveň s tým sa predražil import. To malo zdvihnúť ceny dovážaných surovín, podporiť domácich výrobcov, tak, že ľudia aspoň z časti substituujú zahraničné výrobky za domáce, a tak stimulovať ekonomiku. Devízové intervencie boli zavedené v novembri 2013, no o rok neskôr vidno prepád inflácie na 0,4 %, o 1 p. b. oproti roku 2013, ale v porovnaní so Slovenskom, ktoré devízové intervencie nezaviedlo, v ČR zostala inflácia, kdežto na Slovensku bola v roku 2014 deflácia – 0,1 %.

Na boj proti deflácií bolo v krajinách eurozóny, kde patrí aj Slovensko, po dosiahnutí nulových úrokových sadzieb, zavedené kvantitatívne uvoľňovanie peňazí vo forme nákupu vládnych a súkromných dlhopisov. Toto opatrenie však na Slovensko nemalo výrazný vplyv, ako je vidieť z grafu 4.5. Trend vývoja inflácie od roku 2013 v eurozóne bol podobný aj v Českej republike, v roku 2014 bola miera inflácie v eurozóne aj v ČR bola takmer rovnaká. V roku 2015 však ČR zaznamenala infláciu 0,4 %, priemer eurozóny bol 0 %. Kvantitatívne uvoľňovanie v objeme 80 miliárd eur mesačne v roku 2016 mierne zvýšilo infláciu v eurozóne na 0,2 %. Slovensku však kvantitatívne uvoľňovanie veľmi nepomohlo, pretože každý rok od roku 2013 sa deflácia zhoršuje. V roku 2016 je rozdiel medzi mierou inflácie a deflácie medzi Českou republikou a Slovenskom 1,1 p. b. V ČR bola v roku 2016 miera inflácie 0,6 %, na Slovensku je miera deflácie na úrovni – 0,5 %.

Graf 4.5 Miera inflácie v Českej republike, na Slovensku a v eurozóne (v %, v stálych cenách roku 2015)



Pozn. Merané pomocou harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien (HICP)

Zdroj: Eurostat (2017), vlastné spracovanie

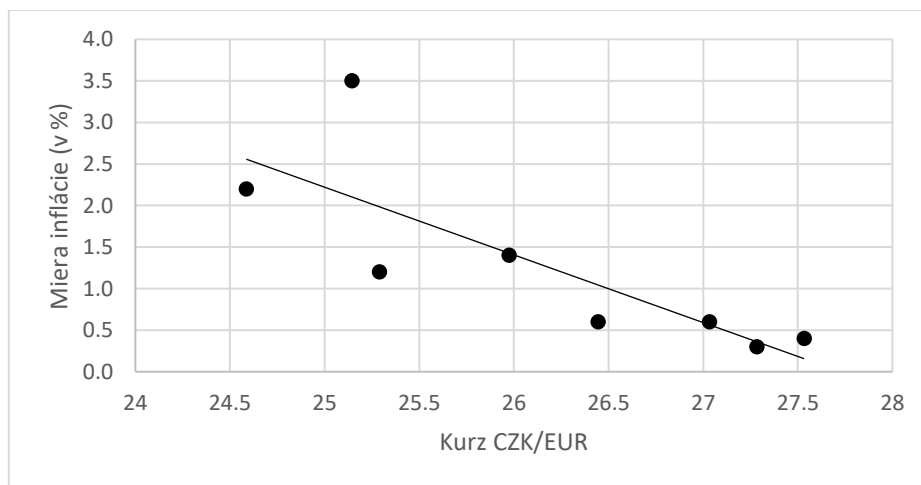
Nepriaznivé vplyvy na slovenskú ekonomiku nemohli byť kurzovou politikou zmierňované, pretože celé sledované obdobie by sa dalo rozdeliť do dvoch etáp. Prvou etapou sú roky 2006 až 2009, vtedy bolo Slovensko v režime ERM II, kedy mohla byť Slovenská koruna voči euru iba apreciovaná, To nemalo na slovenský export dobrý vplyv, pretože sa nemohol posilniť export oslabením koruny. Aj napriek tomuto defektu bola však inflácia pomerne vysoká, na čo však mali vplyv aj iné faktory. Pozoruhodný je vývoj miery inflácie v ČR, kedy inflácia do roku 2008 stále rástla aj napriek posilňovaniu koruny. Pretože v ekonomike sa vyskytuje meškanie, je dôležité sa pozrieť na mieru inflácie s ročným oneskorením. V roku 2006 bol kurz českej koruny voči euru 28,343. Ten by však mal zaúčinkovať výraznejšie až v roku 2007, aj preto pri tak slabom kurze vidno medziročný nárast inflácie takmer o 1 p. b. V roku 2007 bol kurz iba mierne posilnený. Tento kurz mal však výraznejší účinok v roku 2008, kedy inflácia dosiahla úroveň 6,3 %. V tomto roku sa v ČR ešte naplno neprejavovala finančná a hospodárska kríza a ekonomike sa darilo. V roku 2008 bolo najvýraznejšie medziročné posilnenie kurzu CZK/EUR až o 2,820 CZK, čo viedlo k najvýraznejšiemu medziročnému poklesu miery inflácie za sledované obdobie, až o 5,7 p. b. Vplyv na to určite nemal iba kurz, ale aj udalosti vo svete, ako rast nezamestnanosti, neistota vo svete vplyvom finančnej krízy a s tým spojený oslabujúci dopyt doma i v zahraničí. Druhou etapou je obdobie od roku 2009, odkedy Slovensko prijalo euro. Vtedy skončila éra samostatnej

kurzovej politiky Slovenska a keďže export je viac než z polovice nasmerovaný do krajín eurozóny, Slovensko už nemôže vlastnou kurzovou politikou podporiť export a rast inflácie.

Keďže obidve ekonomiky majú mieru otvorenosti meranú v $(\text{export} + \text{import})/\text{HDP}$ za posledné tri roky nad 150 %, sú veľmi otvorené, a teda závislé na exporte aj importe. Preto majú šoky na svetových trhoch výrazný vplyv aj na mieru inflácie v oboch krajinách. V tomto prípade je na tom lepšie Česká republika, ktorá môže šoky aspoň trochu zmiernovať, ako sa to stalo v roku 2007, kedy dopad vysokých cien ropy korigoval mierne posilnený kurz CZK/USD. Slovensko v roku 2007 tiež posilnilo kurz SKK/USD, čo mu tiež pomohlo zmierniť následky rastu cien a posilnilo aj kurz SKK/EUR, čo zmiernilo rast inflácie, ktorá v roku 2008 dosiahla 3,9 %. Česká republika posilnila kurz v roku 2007 iba mierne a s meškaním to malo dopad vo výraznejšom raste inflácie v roku 2008, kedy miera inflácie dosiahla 6,3 %.

Vonkajšie faktory, mimo vplyv menovej politiky, boli vo všetkých rokoch podobné. Zmena cien energetických surovín, najmä ropy, plynu, uhlia, ale aj zmena cien elektrickej energie a tepla. Ďalším dôležitým externým faktorom, ktorý výrazným spôsobom mení mieru inflácie, sú ceny potravín. Na ich zmenu vplývajú ceny poľnohospodárskych komodít, pohonných hmôt a veľkosť úrody. Faktory, ktoré tiež ovplyvňovali zmenu miery inflácie, boli administratívne zásahy do ekonomiky v podobe zmeny regulovaných cien, výšky DPH a spotrebných daní. Mimo tieto faktory narušila rovnováhu svetovej ekonomiky finančná a hospodárska kríza a v poslednom období aj dlhová kríza v eurozóne, ktorá oslabuje dopyt po výrobkoch a službách, a tak pôsobí deflačne. (NBS, 2016)

Graf 4.6 Vzťah medzi kurzom CZK/EUR a mierou inflácie v rokoch 2009 – 2016

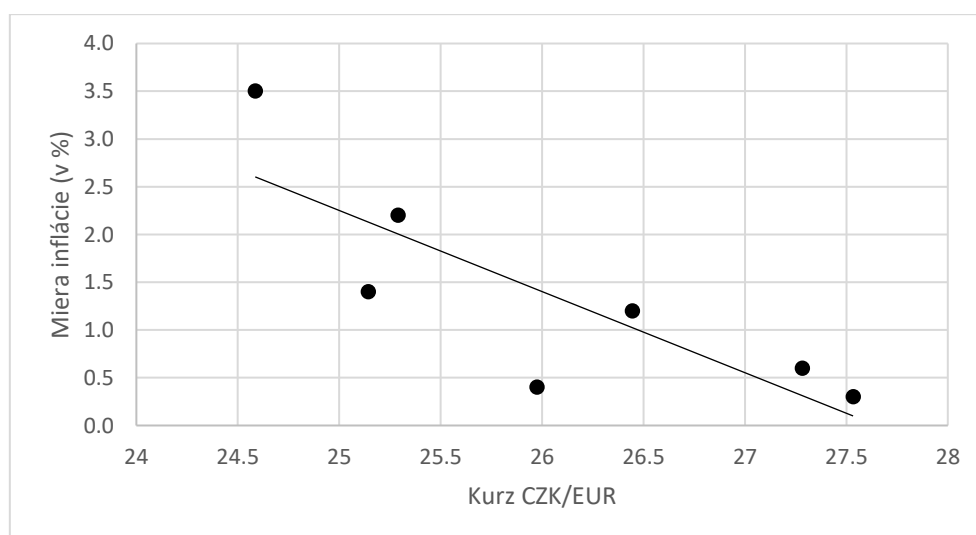


Zdroj: Eurostat (2017), vlastné spracovanie

Graf 4.6 znázorňuje vzťah kurzu CZK/EUR a miery inflácie v Českej republike. Korelačný koeficient má hodnotu $-0,877$ čo značí silnú vzájomnú závislosť. Regresný koeficient určuje negatívnu závislosť inflácie na kurze, vyplýva z toho záver, že s oslabujúcim kurzom klesá aj inflácia. Toto zistenie je zaujímavé, pretože s oslabujúcim kurzom by malo dôjsť k oživeniu ekonomiky rastom exportu, z toho by mali rásť mzdy, zvýšiť sa ceny zahraničných tovarov a pod vplyvom týchto udalostí narásť inflácia. Priebeh je však podľa výpočtov regresnej analýzy a grafu opačný. Na to môže mať dopad finančná a hospodárska kríza a iné externé faktory, ako ceny surovín na svetových trhoch. Koeficient determinácie, ktorý vysvetľuje variabilitu inflácie, ako aj presné hodnoty regresnej analýzy sú uvedené v Prílohe č. 7. Na rozdiel od Slovenska, ktoré od roku 2009 nemá vlastnú menovú a vlastnú kurzovú politiku, sa Českej republike podarilo udržať infláciu vplyvom oslabovania koruny v posledných troch rokoch sledovaného obdobia. Na Slovensku je v posledných troch sledovaných rokoch deflácia. Kurz českej koruny voči euru bol vybraný hlavne preto, lebo najväčšia časť exportu ČR smeruje do krajín eurozóny, preto má najlepšiu vypovedajúcu hodnotu.

V grafe 4.7 je znázornený vzťah kurzom CZK/EUR a mierou inflácie posunutou o jeden rok dopredu z dôvodu zistenia prítomnosti meškania v účinku kurzu na mieru inflácie.

Graf 4.7 Vzťah medzi kurzom CZK/EUR a mierou inflácie posunutou o rok dopredu (v %) v rokoch 2009 – 2016



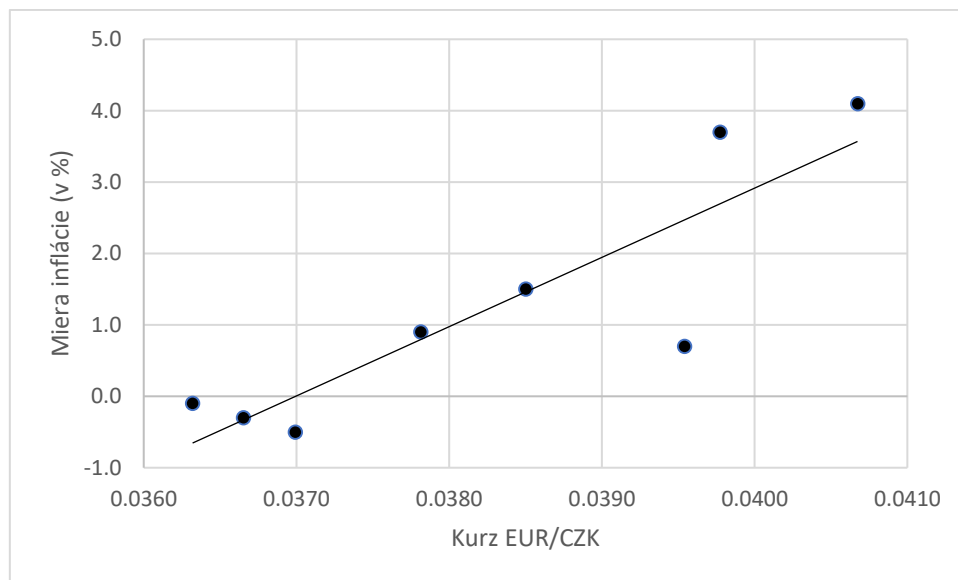
Zdroj: Eurostat (2017), vlastné spracovanie

Korelačný koeficient v tomto prípade vyšiel $-0,822$, čo značí silnú vzájomnú závislosť aj so zapojením posunutia účinku o rok dopredu. Regresný koeficient má negatívny smer, teda

s oslabujúcim kurzom koruny klesá v ČR aj inflácia. Koeficient determinácie, ktorý určuje na koľko percent model vysvetľuje variabilitu, ako aj presné hodnoty regresného koeficientu sú uvedené v Prílohe č. 7. Ako bolo spomenuté, na mieru inflácie v otvorenej ekonomike vplyvajú rôzne iné faktory, na ktoré menová politika nemá vplyv. V čase krízy boli prítomné rôzne šoky, ktoré vychýlili mieru inflácie rôznymi smermi. Teda ekonomická teória, že s oslabujúcim kurzom sa predraží import, ktorý vyvolá rast cien, a tým zvýši infláciu, sa v tomto prípade nepotvrdila.

Graf 4.8 znázorňuje situáciu v prípade Slovenska. Je vyznačená trendová línia, ktorá je vzostupná. Korelačný koeficient má hodnotu 0,879, to značí silnú vzájomnú závislosť miery inflácie kurzu EUR/CZK pre Slovensko. Regresný koeficient, vysvetľujúci závislosť miery inflácie na kurze má pozitívny smer, značí to vzrastajúcu infláciu v závislosti na oslabujúcom kurze EUR/CZK. Koeficient determinácie vysvetľuje variabilitu inflácie na 77 %, ostatná časť predstavuje nevysvetlenú variabilitu spôsobenú vplyvom vonkajších faktorov. Viac o regresnej analýze, vrátane presných údajov je prístupných v Prílohe č. 8. Ekonomická teória, že s oslabujúcim kurzom by mala rásť inflácia, je v tomto prípade potvrdená. Sledovaným obdobím sú roky 2009 až 2016.

Graf 4.8 Vzťah medzi kurzom EUR/CZK a mierou inflácie na Slovensku (v %) v rokoch 2009 – 2016

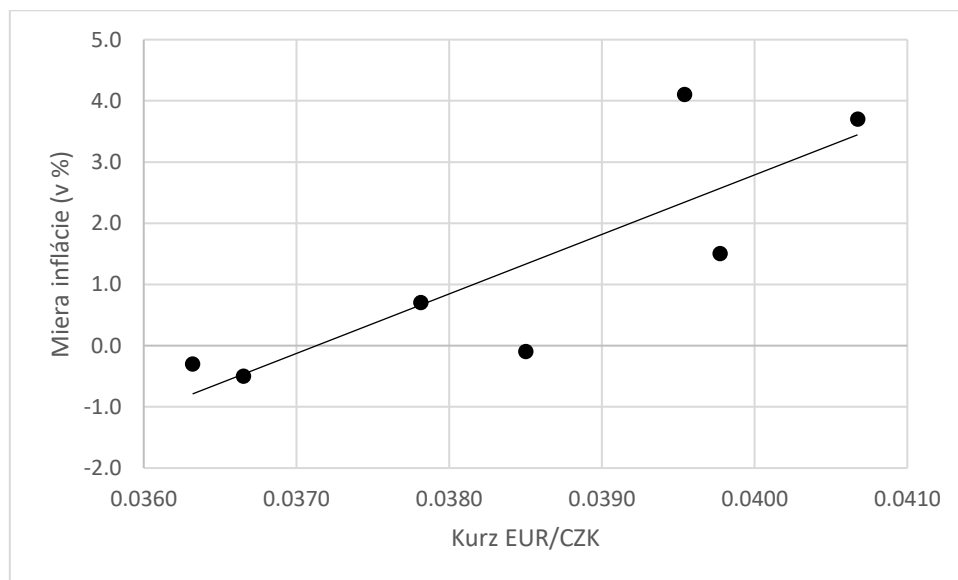


Zdroj: Eurostat (2017), vlastné spracovanie

Graf 4.9 znázorňuje ako by sa situácia zmenila, keby bolo v ekonomike prítomné meškanie jeden rok. Teda miera inflácie by sa prejavila naplno až o rok neskôr. V tomto prípade

vyšiel korelačný koeficient mierne nižší, 0,835, ale trendová línia sa takmer nezmenila. Regresná analýza potvrdzuje toto zistenie, kde závislosť určená regresným koeficientom je pozitívna, teda s oslabujúcim kurzom eura rastie inflácia na Slovensku. Koeficient determinácie určujúci presnosť modelu, ako aj iné údaje z regresnej analýzy je možné nájsť v Prílohe č. 8. Ekonomická teória počíta s meškaním, a preto bol na porovnanie zahrnutý graf 4.9. Teóriu o tom, že s rastúcim kurzom rastie aj miera inflácie, grafy 4.8 a 4.9 potvrdili. Kurz EUR/CZK bol vybraný na pozorovanie vývoja spolu s infláciou a inými ukazovateľmi, pretože Česká republika je druhým obchodným partnerom Slovenska, čo sa týka exportu aj importu. Keďže už nejde využiť kurz SKK/EUR, ktorý by mal najväčšiu vypovedajúcu hodnotu, tak bol vybraný kurz EUR/CZK.

Graf 4.9 Vzťah medzi kurzom EUR/CZK a mierou inflácie na Slovensku posunutou o rok dopredu (v %) v rokoch 2009 – 2016



Zdroj: Eurostat (2017), vlastné spracovanie

4.4 Tempo rastu reálneho HDP

Vývoj devízových kurzov by mal mať vplyv na tempo rastu hrubého domáceho produktu (HDP). Hypotéza je taká, že s oslabujúcim kurzom rastie export, pre znížené náklady domácich výrobcov, a keďže hrubý domáci produkt je celková peňažná hodnota statkov a služieb vytvorená pomocou výrobných faktorov umiestnených v danej ekonomike za určité obdobie, HDP by sa mal zvýšiť.

Medziročná zmena HDP sa meria pomocou tempa rastu HDP, ktorý má vzorec:

$$TR_{HDP} = \frac{HDP_t - HDP_{t-1}}{HDP_{t-1}} \quad (4.1)$$

kde: TR_{HDP} je tempo rastu HDP,

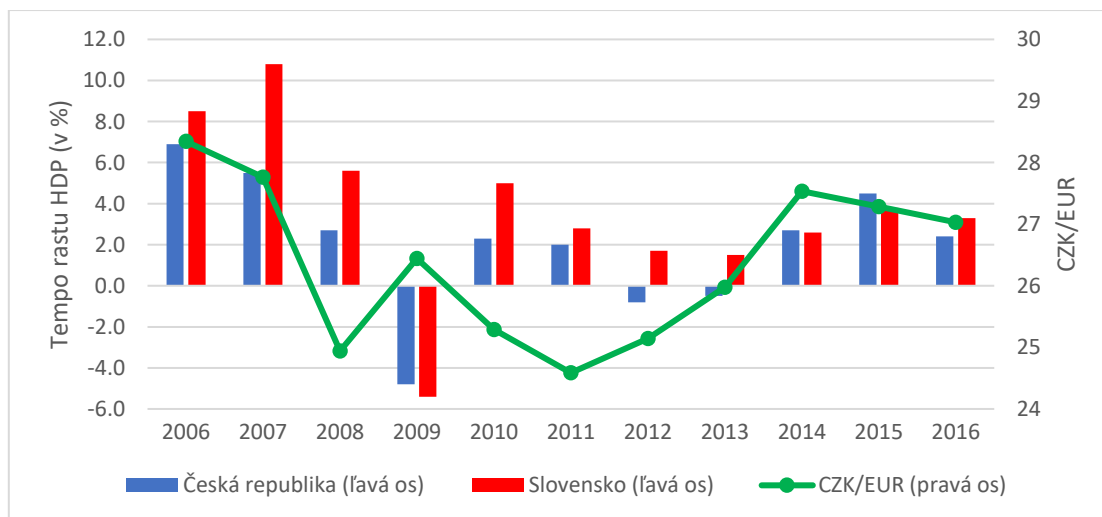
HDP_t je hrubý domáci produkt v súčasnom roku a

HDP_{t-1} je hrubý domáci produkt v predchádzajúcom roku.

Medziročný rast HDP vyjadrený v percentách je z hľadiska pozorovania medziročných zmien lepšie pozorovateľný, ako nárast absolútnej hodnoty v prípade, kedy obidva pozorované štáty nemajú rovnakú menu, a preto by nárast, alebo pokles na grafe nebol dobre čitateľný. Okrem toho tempo rastu HDP je často používaný aparát na zistenie medziročného rastu ekonomiky.

Graf 4.10 znázorňuje, ako sa vyvíjalo tempo rastu HDP na Slovensku a v Českej republike v rokoch 2006 až 2016. V grafe je zakomponovaný aj vývoj kurzu CZK/EUR. Na konci subkapitoly sú zhodnotené závislosti tempa rastu HDP Českej republiky na kurze CZK/EUR a závislosť tempa rastu HDP Slovenska na kurze EUR/CZK.

Graf 4.10 Tempo rastu reálneho HDP Českej republiky a Slovenska (v %) a vývoj kurzu CZK/EUR



Zdroj: Eurostat (2017), vlastné spracovanie

Z pohľadu Slovenska nie je viditeľná zmena kurzu na grafe 4.10, ale z grafu 4.4 je vidno, že do roku 2009 slovenská koruna posilňovala, z dôvodu zapojenia sa do režimu ERM II, kedy nemohla byť oslabovaná voči euru. Vývoj kurzu českej koruny voči euru je zakomponovaný

do grafu 4.10 a na konci subkapitoly je znázornená korelačná a regresná analýza pre tento kurz a vývoj tempa rastu HDP ČR. Zmena kurzu ovplyvní vývoj v ekonomike danej krajiny s určitým meškaním. Na pozorovanie v tejto práci bolo zvolené meškanie jeden rok, jeden z dôvodov bola periodicita dát, ale aj pri pozorovaní účinku na štvrťročných údajoch boli výsledky veľmi podobné. Preto keď sa tempo rastu HDP posunie o rok dopredu od hodnoty kurzu, vyplynie z grafu určitá, pomerne silná závislosť medzi zmenou kurzu a zmenou tempa rastu HDP, čo je preukázané aj v korelačnej a regresnej analýze na konci subkapitoly. Oslabenie kurzu stimuluje export, to má priaznivý vplyv na množstvo vyrobených výrobkov a poskytnutých služieb, pretože v dôsledku toho sú viac konkurencieschopné v zahraničí a zvýši sa tak objem predaja. Hypotéza je, že čím viac sú produkty konkurencieschopné, tým sa zväčší odbyt, to motivuje výrobcov doma vyrábať viac produktov, čím sa zvýši celková peňažná hodnota statkov a teda rastie HDP.

Slovensko, so svojim hlavným exportom do krajín eurozóny, je od roku 2009 neschopné zmenou kurzu voči iným menám posilniť svoj export, čo je negatívne, pretože otvorenosť ekonomiky meraná v $export/HDP$ je od 80 do 90 %. Je preto odkázané iba na silu zahraničného dopytu bez možnosti posilniť konkurencieschopnosť svojich výrobkov oslabením kurzu. Česká republika si ponechala svoju menu, a preto má možnosť v prípade potreby ovplyvniť kurz, ak by bol narušený hlavný cieľ ČNB – cenová stabilita. Tak sa stalo aj v rokoch 2013 až 2017, kedy kurz bol umelo udržiavaný na úrovni 27 CZK/EUR, aby sa predišlo deflácií. Deflácia ohrozuje aj tvorbu HDP, pretože ak sa v ekonomike vyskytuje deflácia, tak je len slabý dopyt po výrobkoch a službách, firmy znižujú produkciu, čo znižuje peňažnú hodnotu statkov, pretože klesne ich produkcia a s tým klesne HDP.

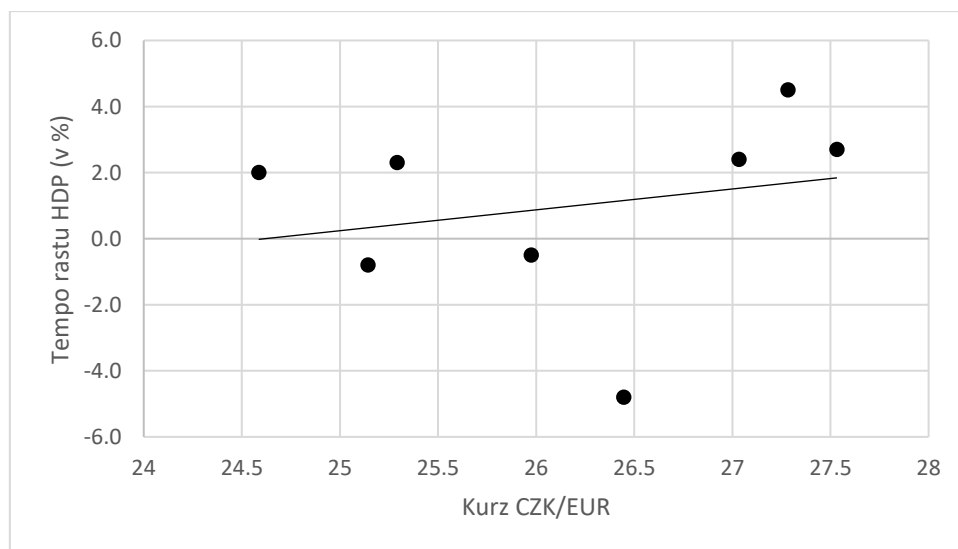
Čo sa týka vývoja HDP na Slovensku, okrem roku 2009 bolo tempo rastu stále kladné, teda HDP stále rástol. Ekonomika Slovenska je postavená najmä na strojárskom (hlavne automobilovom) a elektrotechnickom priemysle a tie sú výrazne závislé na exporte. Ak je dopyt po strojoch vysoký, ekonomike sa darí. Najväčší rast bol v roku 2007, a to až 10,4 %, potom o rok na to prišiel prepád o 4,8 p. b. a v roku 2009, kedy už bola finančná a hospodárska kríza prítomná aj na Slovensku, prišiel ďalší prepád, teraz až o 11 p. b. Z tohto vyplýva, že hlavnú časť tvorby HDP tvorí priemysel. Na rast od roku 2009 do roku 2010, kedy už Slovensko bolo členom eurozóny, priaznivo pôsobila aj strata transakčných nákladov, ale hlavne trh s automobilmi sa obnovil, a preto vzrástlo HDP, znova rekordne o 10,4 p. b. Stavebníctvo a poľnohospodárstvo takmer každý rok zaznamenávali pokles hrubej pridanej hodnoty, ale priaznivá situácia na trhu práce v posledných rokoch stimuluje domácu spotrebu, ktorá tiež

pomáha k rastu HDP, ktorý sa v posledných rokoch pohybuje okolo úrovne troch percent. (NBS, 2016)

Česká republika má tiež veľmi otvorenú ekonomiku, v roku 2006 bola, nameraná v *export/HDP*, na úrovni 63 % a každý rok otvorenosť rástla, okrem krízového roku 2009, až v súčasnosti dosahuje úrovne 80 %. Z toho vyplýva, že ako v prípade Slovenska, negatívne šoky v zahraničnom dopyte môžu nepriaznivo ovplyvniť tvorbu HDP, zamestnanosť a z toho vyplývajúcu aj kúpnu silu v tuzemsku. Hlavnými komoditami, ktoré ČR vyváža sú stroje a dopravné prostriedky, hotové výrobky, priemyselný tovar a chemikálie. Tento sortiment je závislý na exporte, a preto pri negatívnych trendoch v zahraničnom dopyte môže nastať nepriaznivý vývoj HDP z dôvodu zníženej výroby, zníženej zamestnanosti, z toho vyplývajúcom zníženom dopyte aj v domácej ekonomike, ktorý ešte prehĺbi pokles tvorby HDP. (ČNB, 2015)

Česká republika však má v nepriaznivých situáciách možnosť podporiť svoj export zmenou svojho kurzu. Zjednodušene vidno z grafu 4.10, že silnejúci kurz sprevádzal pokles tempa rastu HDP, čo je ďalej opísané aj u korelačnej a regresnej analýzy na grafe 4.11.

Graf 4.11 Vzťah medzi kurzom CZK/EUR a tempom rastu HDP Českej republiky v rokoch 2009 – 2016



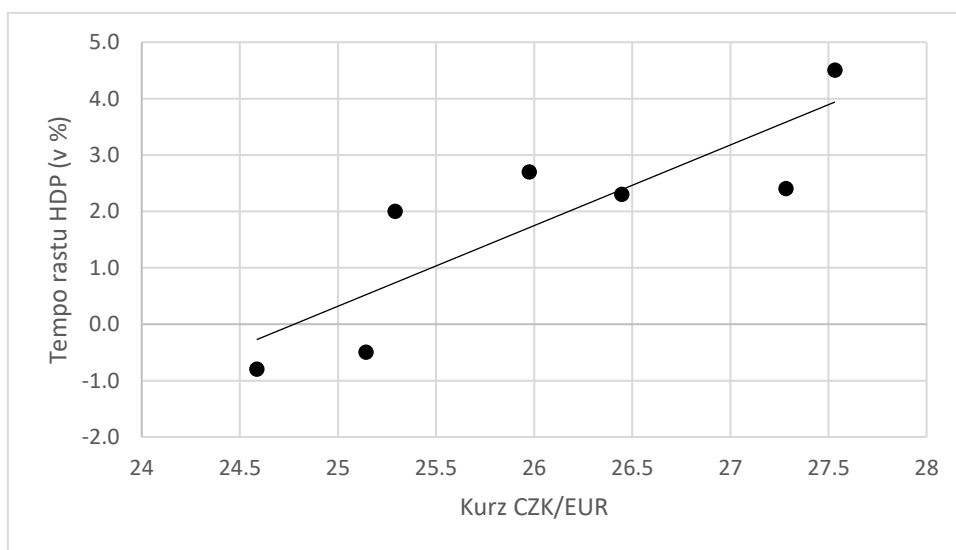
Zdroj: Eurostat (2017), vlastné spracovanie

Graf 4.11 znázorňuje vzťah kurzu CZK/EUR a tempa rastu HDP Českej republiky. Korelačný koeficient má hodnotu 0,237, čo značí slabú hodnotu závislosti. Regresný koeficient určuje pozitívnu závislosť tempa rastu HDP ČR na kurze CZK/EUR, čo znázorňuje aj lineárna

čiara. Zo zistenia vyplýva, že rast kurzu koruny voči euru je sprevádzaný zvýšením tempa rastu HDP. Tento model však nemá až takú vypovedajúcu hodnotu, ktorá je potvrdená veľkosťou koeficientu determinácie, ktorý má hodnotu len 5,6 %. Celá regresná analýza je znázornená v Prílohe č. 9.

Ak bude do grafu zapojené meškanie, ktoré sa v ekonomike vyskytuje pomerne často, než začne zmena kurzu účinkovať, regresný koeficient, a teda závislosť tempa rastu HDP na kurze CZK/EUR sa zvýši. Korelačný koeficient nadobudne hodnotu 0,859. Z toho plynie silná závislosť medzi kurzom koruny a tempom rastu HDP. Regresný koeficient naznačuje pozitívnu závislosť tempa rastu HDP posunutého o rok dopredu na zmene kurzu CZK/EUR v predchádzajúcom roku. Z toho vyplýva, že ak rastie kurz koruny, rastie aj tempo rastu reálneho HDP nasledujúci rok. Ako zobrazuje aj graf 4.12.

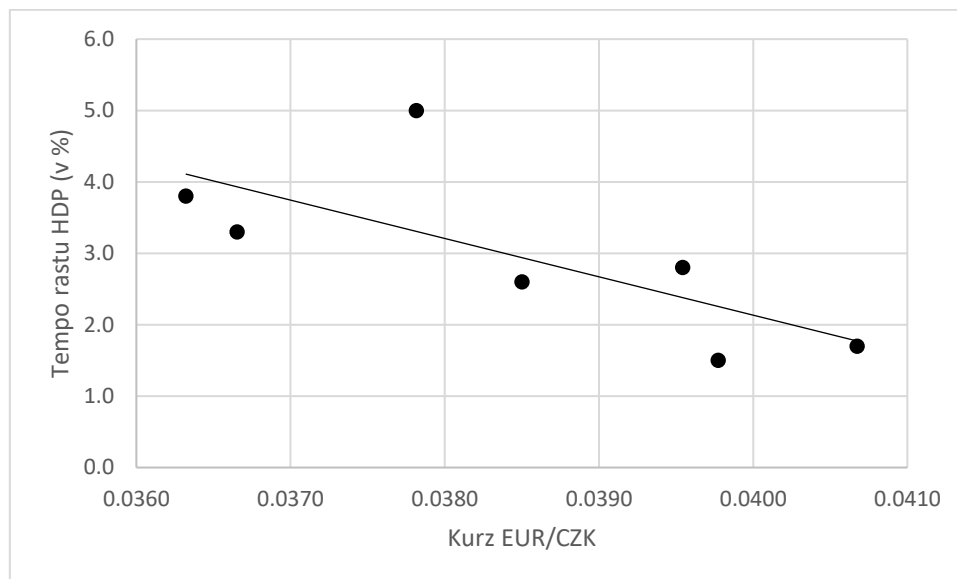
Graf 4.12 Vzťah medzi kurzom CZK/EUR a tempom rastu HDP Českej republiky posunutým o jeden rok dopredu v rokoch 2009 – 2016



Zdroj: Eurostat (2017), vlastné spracovanie

Vypovedajúca hodnota tohto modelu je vysoká, dosahuje 72,9 %, ostatná variabilita tempa rastu reálneho HDP ČR je nevysvetlená a spôsobená vplyvom vonkajších faktorov. Celý výstup z regresnej analýzy je možné nájsť v Prílohe č. 9.

Graf 4.13 Vzťah medzi kurzom EUR/CZK a tempom rastu HDP Slovenska posunutým o jeden rok dopredu v rokoch 2009 – 2016

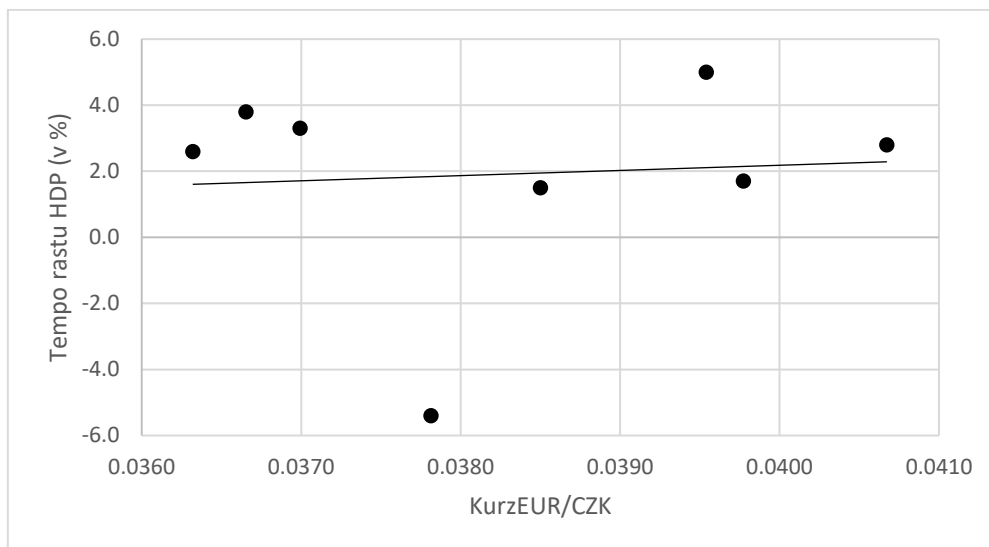


Zdroj: Eurostat (2017), vlastné spracovanie

Ak je posunuté tempo rastu HDP o rok dopredu, existuje negatívna závislosť medzi tempom rastu reálneho HDP Slovenska a kurzom EUR/CZK. Korelačný koeficient je na úrovni $-0,723$, to značí silnú závislosť. Závislosť tempa rastu reálneho HDP Slovenska je na kurze EUR/CZK podľa regresného koeficientu negatívna. Koeficient determinácie vyjadrujúci, akú časť variability tempa rastu HDP vysvetľuje model, ako aj ostatné výsledky regresnej analýzy sú uvedené v Prílohe č. 10. Tento výsledok nie je priaznivý pre Slovensko, ktoré však nemôže svojvoľne upraviť tento kurz a je závislé na kurzovej politike celej eurozóny. Čiastočné vysvetlenie tohto neočakávaného vývoja je možné vidieť aj v nie až tak výraznom podiele vývozu a dovozu do a z Českej republiky, kde Slovensko vyváža 12 % a dováža 17 % celkového exportu resp. importu, a preto väčší vplyv na tempo rastu HDP Slovenska majú iné faktory.

Pre porovnanie je na grafe 4.14 znázornený vzťah kurzu a tempa rastu HDP keby neexistovalo meškanie, teda vzťah hneď v danom roku. Korelačný koeficient s hodnotou $0,079$ značí takmer žiadnu vzájomnú závislosť. Pozitívna závislosť rastu HDP na kurze EUR/CZK je potvrdená regresným koeficientom, ale podľa koeficientu determinácie tento model nemá takmer žiadnu vypovedajúcu hodnotu (presné údaje v Prílohe č. 10). Je teda možné povedať, že v tomto prípade je potvrdené meškanie v ekonomike,

Graf 4.14 Vzťah medzi kurzom EUR/CZK a tempom rastu reálneho HDP Slovenska v rokoch 2009 – 2016



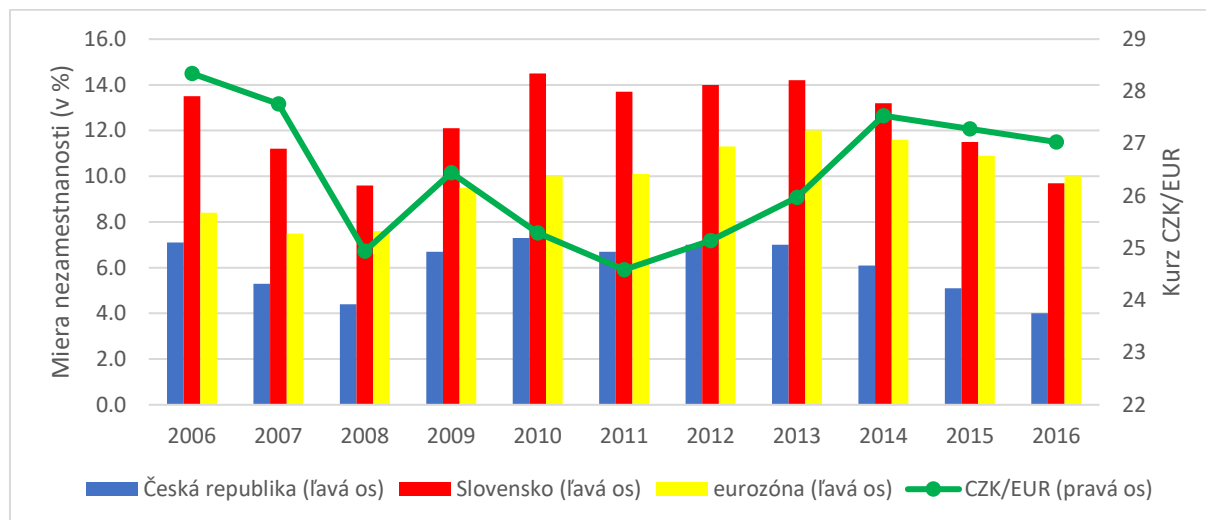
Zdroj: Eurostat (2017), vlastné spracovanie

4.5 Miera nezamestnanosti

Miera nezamestnanosti je na grafe 4.15 počítaná ako podiel nezamestnaných na aktívnom obyvateľstve 15 až 64 rokov. Tento ukazovateľ bol vybraný do pozorovania, pretože je možné vyvodiť hypotézu, že ak rastie kurz, rastie export, rastie výroba, zvyšuje sa dopyt po práci a z toho vyplýva klesajúca nezamestnanosť.

Ako sa však vyvíjala miera nezamestnanosti v jednotlivých rokoch v ČR, na Slovensku, a pre porovnanie aj v eurozóne, znázorňuje graf 4.15. Sledovaným obdobím sú roky 2006 až 2016.

Graf 4.15 Vývoj miery nezamestnanosti v Českej republike, na Slovensku a v eurozóne (v %) a kurz CZK/EUR



Pozn.: Miera nezamestnanosti meraná v podiele nezamestnaných na aktívnom obyvateľstve

Zdroj: Eurostat (2017), vlastné spracovanie

Zo štruktúry zamestnanosti, na Slovensku najviac ľudí pracuje v priemysle, a to 27 %, potom vo veľkoobchode a maloobchode, s podielom 12 % na ekonomicky aktívnom obyvateľstve, tretie sú stavebníctvo a verejná správa, ktoré majú každé po 12 %, ďalšie sú zdravotníctvo, vzdelávanie a doprava, v tomto poradí. (ŠÚ SR, 2017)

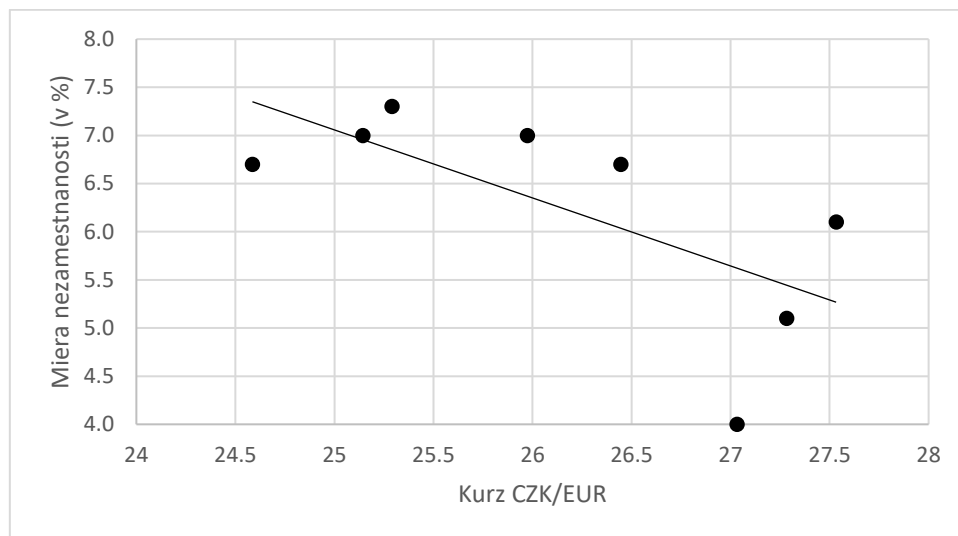
Situácia na trhu práce sa počas sledovaného obdobia menila, ale najväčší podiel na zamestnanosti na Slovensku mal vždy priemysel. Slovenská republika vyváža 85 % celkového exportu do členských krajín Európskej únie, z ktorých je veľká časť členmi eurozóny. Od roku 2009 nie je možné ovplyvniť kurz na posilnenie exportu, a tak stimulovať dopyt po pracovnej sile. Od roku 2005 do 2008 slovenská koruna len posilňovala v režime ERM II a export sa preto nestimuloval, ale ako je vidno z grafu 4.15, nezamestnanosť klesala. Od roku 2008 až do roku 2014 nezamestnanosť vzrástla až na 14,5 %, na najvyššiu hodnotu za sledované obdobie. Slovensko bolo vtedy už členom eurozóny a zmiernenie vplyvu oslabením koruny nebolo možné. Pravdepodobne by to ani nepomohlo vzhľadom na špecializáciu Slovenska na automobilový priemysel, kde bol v tých rokoch najvyšší pokles zamestnanosti z dôvodu slabého zahraničného dopytu po tomto type výrobkov. Nezamestnanosť mierne klesla v roku 2011 s oživujúcim sa trhom s automobilmi na 13,7 %, ale okolo hranice 14 % pretrvávala až do roku 2013. Hlavné odvetvia, ako priemysel, stavebníctvo, zdravotníctvo a vzdelávanie mali stále negatívny vplyv na rast zamestnanosti. Od roku 2013 klesala nezamestnanosť, k tomu

najviac prispieval priemysel, veľkoobchod a maloobchod, kvôli zlepšujúcej sa situácii v zahraničnom dopyte, ale aj kvôli zvyšujúcej sa domácej spotrebe. Slovensko kurz ovplyvňovať nemôže od roku 2009, ale priebeh vývoja nezamestnanosti v Českej republike, ktorá má vlastnú kurzovú politiku, je takmer identický so Slovenskom. Miera nezamestnanosti je ale v prípade Slovenska každý rok najmenej dvojnásobná.

Ekonomika Českej republiky je takisto zameraná najmä na spracovateľský priemysel, v ktorom pracuje najväčší podiel ekonomicky aktívneho obyvateľstva, až 26 %. Druhým odvetvím je veľkoobchod, maloobchod a oprava motorových vozidiel, kde pracuje 12 % ekonomicky aktívneho obyvateľstva, nasledujú odvetvia ako zdravotníctvo, vzdelanie, verejná správa, obrana a doprava, kde pracuje v súčasnosti zhruba 6 – 7 % v každom z týchto odvetví. (ČSÚ, 2017)

V spracovateľskom priemysle dominuje najmä strojársky a elektrotechnický priemysel, tie sú veľmi závislé na exporte, preto je v tejto oblasti vlastná kurzová politika prínosom. Vonkajšie šoky sa dajú kurzom mierne stlmiť, ale výrazné šoky, ako bola finančná a hospodárska kríza, ktorá začala v roku 2007 v USA, a v ČR sa prejavila naplno v roku 2009, sa stlmiť kurzom nedá. Veľké medziročné posilnenie koruny voči euru je viditeľné v roku 2008, kedy posilnila koruna o 2,8 CZK, bolo to kvôli prevažujúcej sa kríze do eurozóny, ktorá postihla euro skôr než korunu. Potom však krízou prešla aj česká koruna, kedy kurz vystúpil o 1,5 CZK nahor a koruna oslabila na hodnotu 26,445 CZK/EUR. Následne však tento šok v prípade koruny trochu pominul, ale v prípade eura pokračoval, pretože koruna voči euru do roku 2011 stále posilňovala, až na 24,586 CZK/EUR. Od tohto roku (2011) koruna mierne oslabovala do roku 2013 pôsobením trhu a spamätávajúcim sa trhom v eurozóne, kedy euro posilňovalo. Od roku 2013 vstúpila na trh ČNB, ktorá chcela predísť deflácií, ktorá by mala negatívne dopady na zamestnanosť, a zaviazala sa umelo udržiavať kurz na hranici 27 CZK/EUR, čo robila až do 6. 4. 2017. Dôvodom bolo posilniť export a stimulovať tak dopyt po pracovnej sile, ako aj vyhnúť sa deflácií. Ako vidno z grafu 4.15, nezamestnanosť od roku 2013 stále klesala, až do roku 2016, kedy dosiahla úroveň 4 %, čo je najnižšia miera nezamestnanosti za celé sledované obdobie.

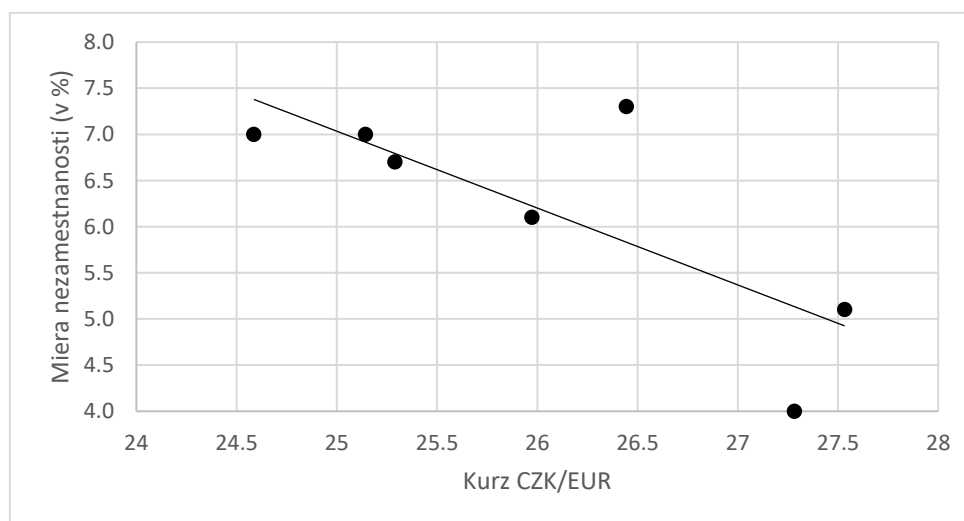
Graf 4.16 Vzťah medzi kurzom CZK/EUR a mierou nezamestnanosti v Českej republike (v %) v rokoch 2009 – 2016



Zdroj: Eurostat (2017), vlastné spracovanie

Graf 4.16 znázorňuje závislosť miery nezamestnanosti na kurze českej koruny voči euru. Korelačný koeficient, ktorý určuje silu vzájomnej závislosti, má hodnotu $-0,677$, čo značí silnú vzájomnú závislosť. Regresný koeficient, naznačuje negatívnu závislosť miery nezamestnanosti na kurze, a teda s poklesom kurzu CZK/EUR klesá v ČR aj nezamestnanosť. Hodnoty regresnej analýzy, vrátane koeficientu determinácie, vysvetľujúceho variabilitu miery nezamestnanosti sú znázornené v Prílohe č. 11.

Graf 4.17 Vzťah medzi kurzom CZK/EUR a mierou nezamestnanosti v Českej republike posunutou o rok dopredu (v %) v rokoch 2009 – 2016

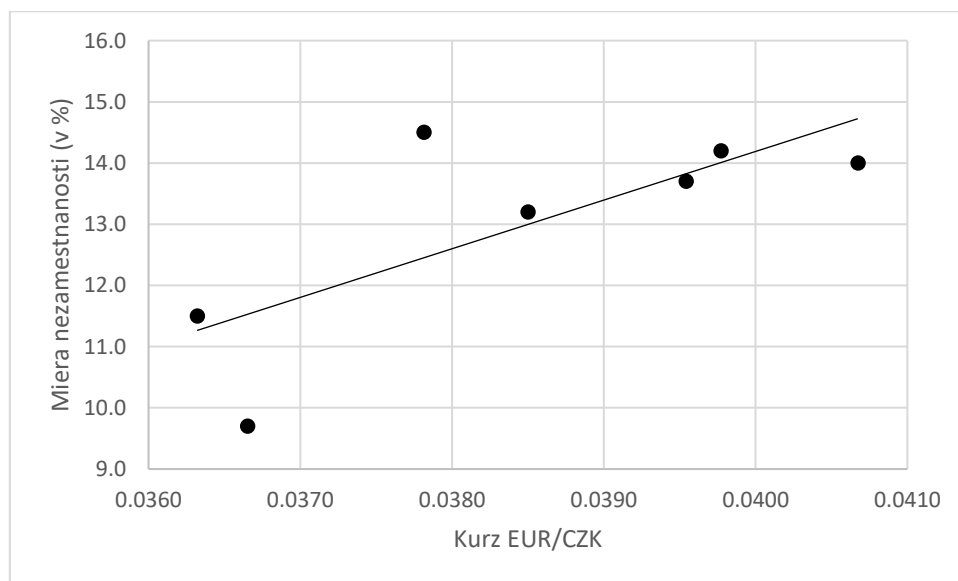


Zdroj: Eurostat (2017), vlastné spracovanie

Na grafe 4.17 je viditeľná silná negatívna vzájomná závislosť kurzu CZK/EUR a miery nezamestnanosti, ktorá je potvrdená aj korelačným koeficientom, ktorý vyšiel $-0,765$. Regresný koeficient naznačuje negatívnu závislosť miery nezamestnanosti na kurze, vyplýva z toho, že s rastúcim kurzom je klesá nezamestnanosti. Tento model vysvetľuje situáciu, podľa koeficientu determinácie, na 58 %, ostatná variabilita miery nezamestnanosti je nevysvetlená, spôsobená vplyvom vonkajších faktorov. Presné výsledky regresnej analýzy sú v Prílohe č. 11. Potvrdilo sa meškanie v ekonomike a väčší účinok zmeny kurzu na ekonomiku s ročným oneskorením. Potvrdzuje to väčšia tesnosť vzťahu medzi kurzom a veľkosťou miery nezamestnanosti, ako aj zvýšeným koeficientom determinácie.

Nasledujúci graf zobrazuje závislosť medzi mierou nezamestnanosti a kurzom EUR/CZK v prípade Slovenska. Česká republika je druhý obchodný partner Slovenska po Nemecku, a teda vzájomný kurz môže mať určité účinky na vzájomný obchod, ktorý má vplyv na ziskovosť firiem a to vplýva na rozširovanie výroby a dopyt po pracovnej sile.

Graf 4.18 Vzťah medzi kurzom EUR/CZK a mierou nezamestnanosti na Slovensku (v %) posunutou o rok dopredu v rokoch 2009 – 2016



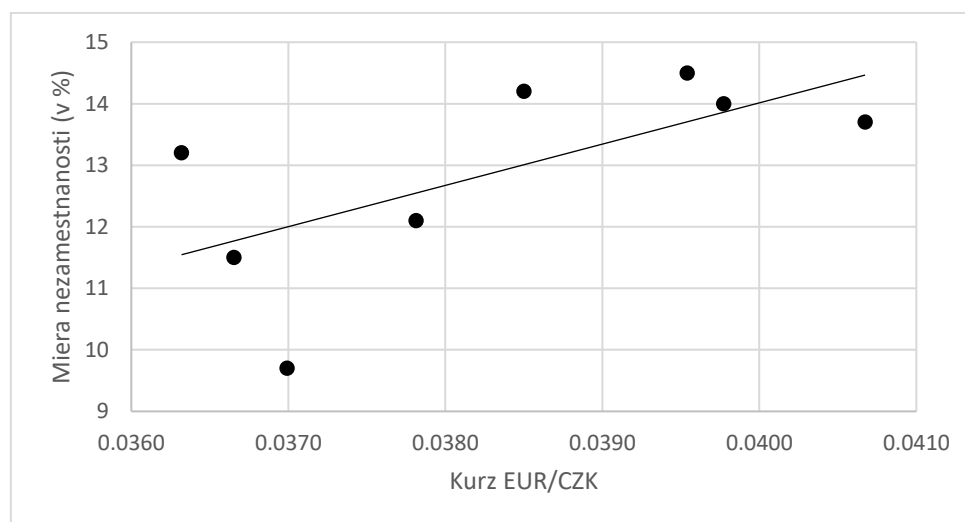
Zdroj: Eurostat (2017), vlastné spracovanie

Korelačný koeficient vzájomnej závislosti kurzu EUR/CZK a miery nezamestnanosti má hodnotu $0,743$, z čoho vyplýva silná vzájomnú závislosť. Táto závislosť je potvrdená aj grafom 4.18, kde až na dve vychýlenia vidno tesnú vzájomnú závislosť miery nezamestnanosti a kurzu. Čo sa týka výsledkov z regresnej analýzy, regresný koeficient potvrdil pozitívnu

závislosť miery nezamestnanosti na Slovensku na kurze EUR/CZK. Koeficient determinácie, ako aj ostatné podrobné výsledky regresnej analýzy je možné nájsť v Prílohe č. 12.

Na porovnanie je zobrazená situácia na grafe 4.19, ktorá hovorí o tom, ako by sa vyvíjala nezamestnanosť v prípade, že by v ekonomike neexistovalo žiadne meškanie a miera nezamestnanosti by sa okamžite upravovala podľa zmeny kurzu. Korelačný koeficient má hodnotu 0,652, čo značí pomerne silnú vzájomnú závislosť kurzu EUR/CZK a miery nezamestnanosti, ale je nižší ako v predošlom prípade, a teda určité meškanie v ekonomike bude existovať. Oslabujúci kurz eura voči českej korune je sprevádzaný rastom nezamestnanosti. To potvrdila aj regresná analýza, kde regresný koeficient určuje pozitívnu závislosť miery inflácie v SR na kurze EUR/CZK. Výpovedná hodnota modelu, ako aj všetky výsledky regresnej analýzy sú v Prílohe č. 12.

Graf 4.19 Vzťah medzi kurzom EUR/CZK a mierou nezamestnanosti na Slovensku (v %) v rokoch 2009 – 2016

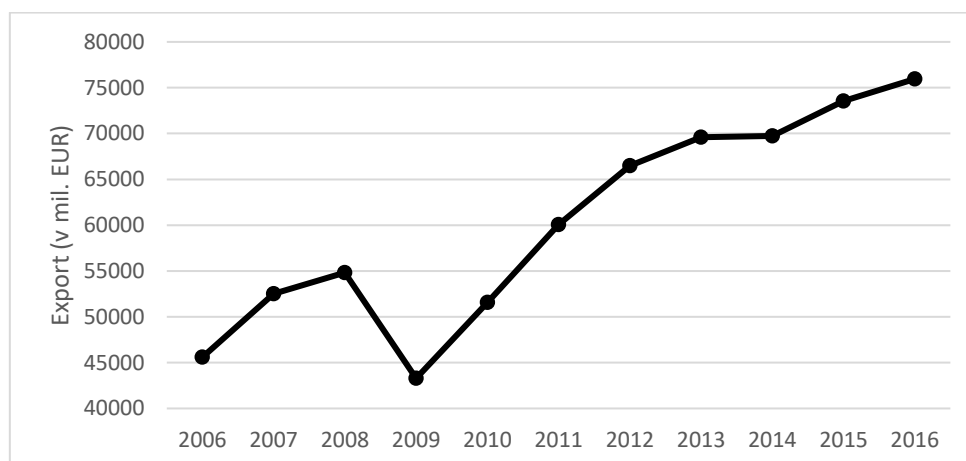


Zdroj: Eurostat (2017), vlastné spracovanie

4.6 Vývoj exportu

Vývoj exportu je podstatný ukazovateľ v prípade analýzy účinku kurzu na ekonomiku. Hlavnou úlohou, prečo Česká národná banka použila devízové intervencie, bolo podporiť export a z tohto dôvodu je potrebné zistiť, akým smerom sa po tomto zásahu centrálnej banky do ekonomiky vyvíjal český export a porovnať ho s vývojom slovenského exportu s tým, že Slovensko neuplatňovalo tento nástroj menovej politiky. Slabší kurz stimuluje export z dôvodu nižších nákladov a z toho vyplývajúcej väčšej konkurencieschopnosti. Na grafe 4.20 je znázornený vývoj exportu Slovenskej republiky v miliónoch eur.

Graf 4.20 Vývoj exportu Slovenska (v mil. EUR) v rokoch 2006 – 2016

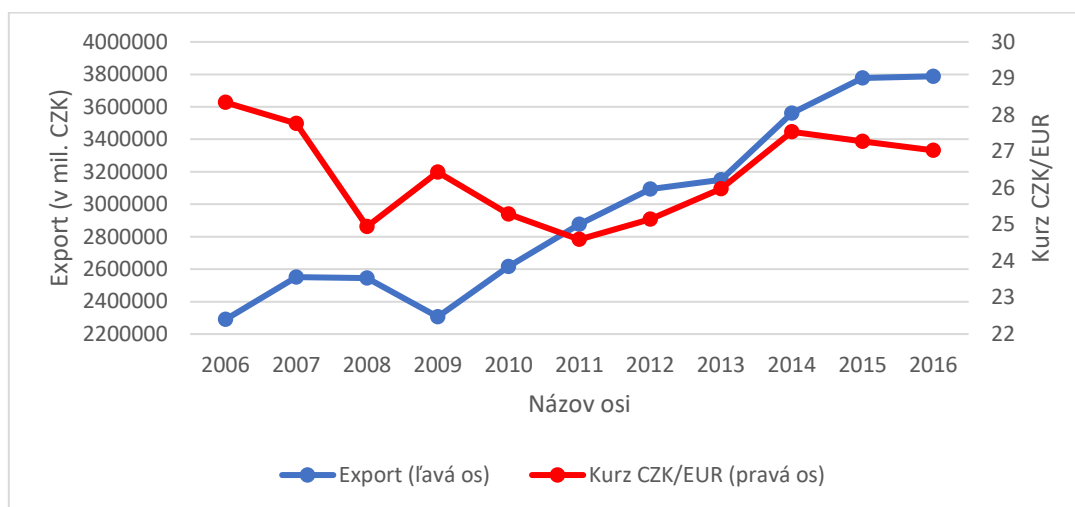


Zdroj: Eurostat (2017), vlastné spracovanie

Na Slovensku je od roku 2006 do roku 2008 je vidieť nárast exportu o 10 000 mil. EUR. V roku 2006 začali so sériovou výrobou dve najväčšie automobilky na Slovensku, čo výrazne podporilo export, ten však brzdila stále posilňujúca koruna, ktorá bola v režime ERM II, kedy nemohla byť depreciovaná. Od roku 2009 už je Slovensko v eurozóne a v plnej prevádzke sú tri automobilové závody a ich dodávateľské podniky. Na grafe 4.20 je viditeľné, ako export od tohto roku do roku 2012 rastie najväčším tempom. Druhým ťahúňom exportu je elektrotechnický priemysel a tretím chemický priemysel. V roku 2009 prijalo Slovensko euro a export do krajín eurozóny, kde vyváža najväčšiu časť produkcie z týchto odvetví priemyslu, nie je ovplyvňovaný zmenami kurzu. Do roku 2009 pôsobil kurz spomaľujúco na rast exportu, kvôli posilňovaniu voči euru, keďže Slovensko má najväčší podiel exportu do krajín eurozóny. Od roku 2009 vidno strmý nárast exportu, s výnimkou rokov 2013 – 2014. Čo sa týka komoditnej štruktúry exportu, každý rok vedú stroje a dopravné zariadenia, nasledujú televízne prijímače, elektronické prístroje, plasty a výrobky z nich. (NBS, 2016)

Na grafe 4.21 je znázornený vývoj exportu Českej republiky a vývoj kurzu CZK/EUR. Tento kurz bol vybraný kvôli najväčšiemu podielu exportu do krajín eurozóny z celkového exportu Českej republiky, a preto by mal mať najväčšiu vypovedajúcu hodnotu.

Graf č. 4.21 Vývoj exportu Českej republiky (v mil. CZK) a kurzu CZK/EUR

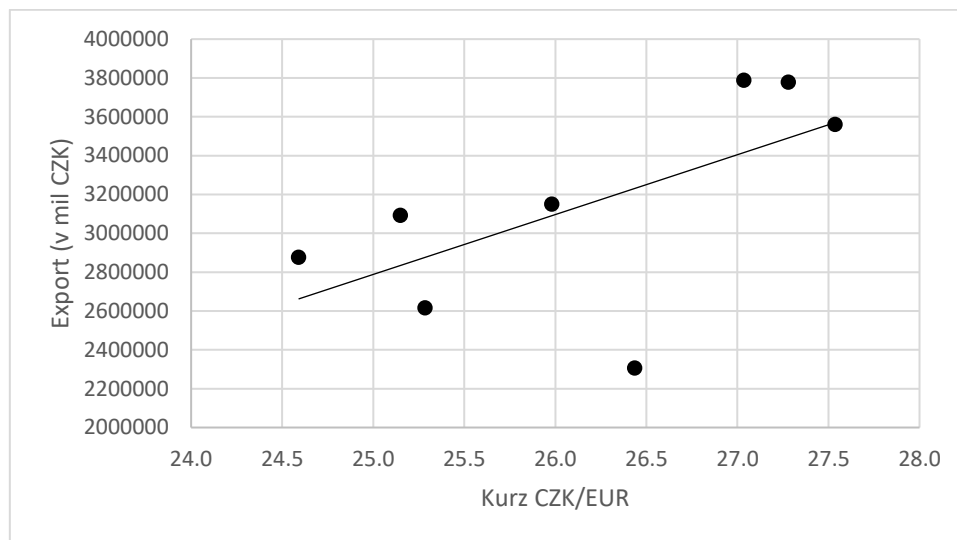


Zdroj: Eurostat (2017), vlastné spracovanie

Podľa Eurostatu (2017b) je z teritoriálneho hľadiska export tvorený z 84 % do krajín EÚ. Z krajín mimo EÚ Česká republika najviac vyváža do Ruska, Spojených štátov a Švajčiarska.

V roku 2006 export mierne rástol, ale nasledujúce roky 2007 a 2008 priniesli stagnáciu a v roku 2009 dokonca zhoršenie takmer na úroveň v roku 2006. Kurz v roku 2008 posilnil na 24,942 CZK/EUR, čo znamenalo veľké posilnenie z dôvodu skoršieho dopadu krízy na euro ako na českú korunu. V roku 2009 kríza doľahla aj na českú korunu, ktorá voči euru medziročne oslabila o 1,5 koruny. Od roku 2009 export rástol, ale ak je zahrnuté meškanie do ekonomiky jeden rok, tak pri kurze 25,149 CZK/EUR export v roku 2013 takmer stagnoval. Od roku 2013 ČNB zaviedla devízové intervencie na podporu exportu, ktorý v roku 2014 narástol najvýraznejšie za celé sledované obdobie a výrazne oslabil aj kurz, na 27,536 CZK/EUR. V nasledujúcich rokoch, až do roku 2016, export stále rástol. Hlavným exportným artiklom sú stroje a dopravné prostriedky a spotrebný tovar. ČNB (2015)

Graf 4.22 Vzťah medzi kurzom CZK/EUR a exportom Českej republiky (v mil. CZK) v rokoch 2009 – 2016

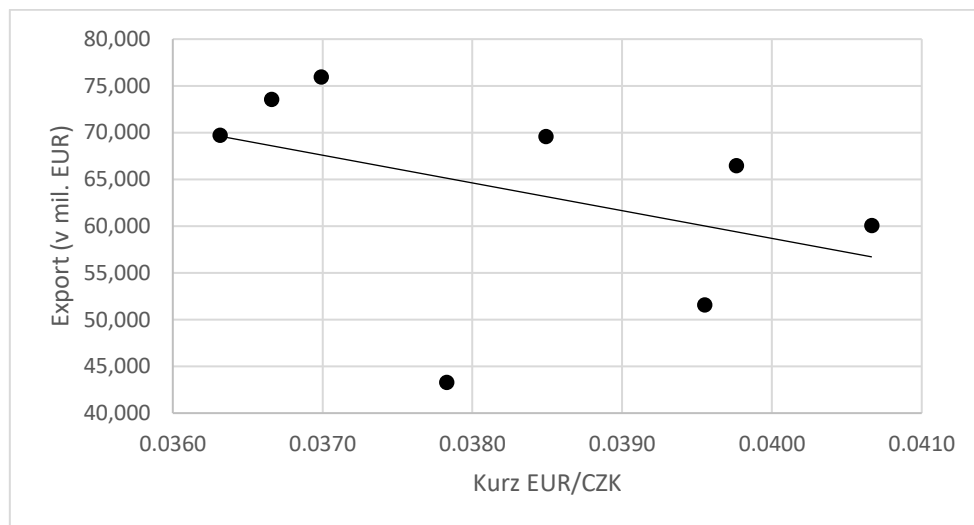


Zdroj: Eurostat (2017), vlastné spracovanie

V grafe 4.22 bola meraná závislosť exportu Českej republiky na kurze CZK/EUR. Korelačný koeficient je rovný 0,620, z toho vyplýva, že medzi nimi existuje pomerne silná vzájomná závislosť. Regresná analýza potvrdila pozitívnu závislosť exportu ČR na kurze CZK/EUR, to znamená, že s oslabujúcou korunou rastie export Českej republiky. Aké percento variability je vysvetlené modelom a celý výstup z regresnej analýzy je možné nájsť v Prílohe č. 13. Kurz českej koruny voči euru bol vybraný, pretože z teritoriálneho hľadiska viac ako dve tretiny exportu Českej republiky je do krajín eurozóny. Vidno, že vzťah je pozitívny a regresný koeficient preukázal, že existuje závislosť exportu ČR na kurze CZK/EUR, a preto je možné povedať, že rast koruny je sprevádzaný aj rastom exportu.

Graf 4.23 znázorňuje situáciu v prípade Slovenska. Vzájomný obchod s Českou republikou nie je až taký výrazný v porovnaní s ČR a krajinami eurozóny. V súčasnosti do Českej republiky Slovensko vyváža 12 % celkového exportu a importuje 17 % celkového importu, z toho plynie zistenie, že Česká republika je druhým obchodným partnerom Slovenska. Preto na zistenie vplyvu kurzu na slovenský export bol vybraný kurz EUR/CZK.

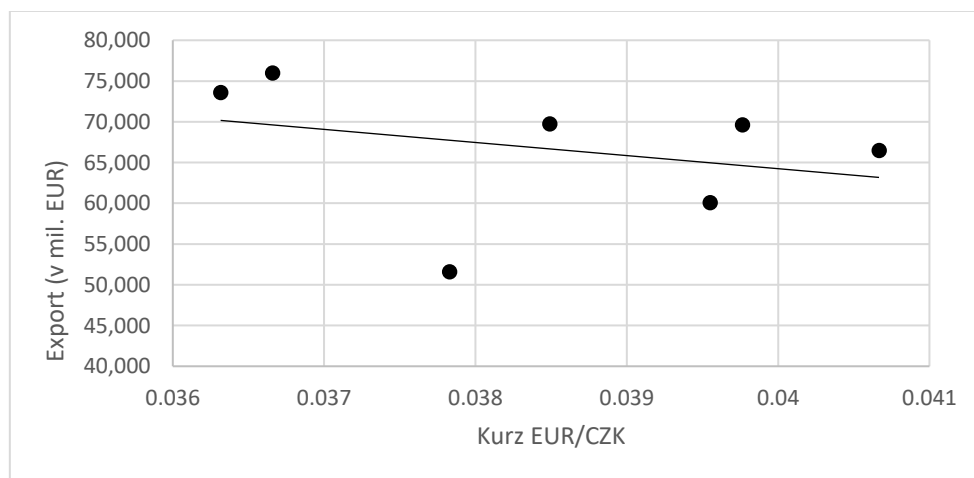
Graf 4.23 Vzťah medzi kurzom EUR/CZK a exportom Slovenska (v mil. EUR) v rokoch 2009 – 2016



Zdroj: Eurostat (2017), vlastné spracovanie

Korelačný koeficient vyšiel pomerne slabý, $-0,418$, čo značí slabú závislosť, ak sa však do vývoja vloží meškanie jeden rok (znázornené na grafe 4.24), korelačný koeficient a závislosť klesne ešte viac, na $-0,312$. Výsledky z regresnej analýzy naznačujú negatívnu závislosť veľkosti exportu na kurze EUR/CZK pre Slovensko, ale koeficienty determinácie majú len nízku úroveň, z toho plynie vysvetlenie, že je veľa externých faktorov, ktoré vplyvajú na export Slovenska viac ako daný kurz. Presné výsledky regresnej analýzy sú dostupné v Prílohe č. 14.

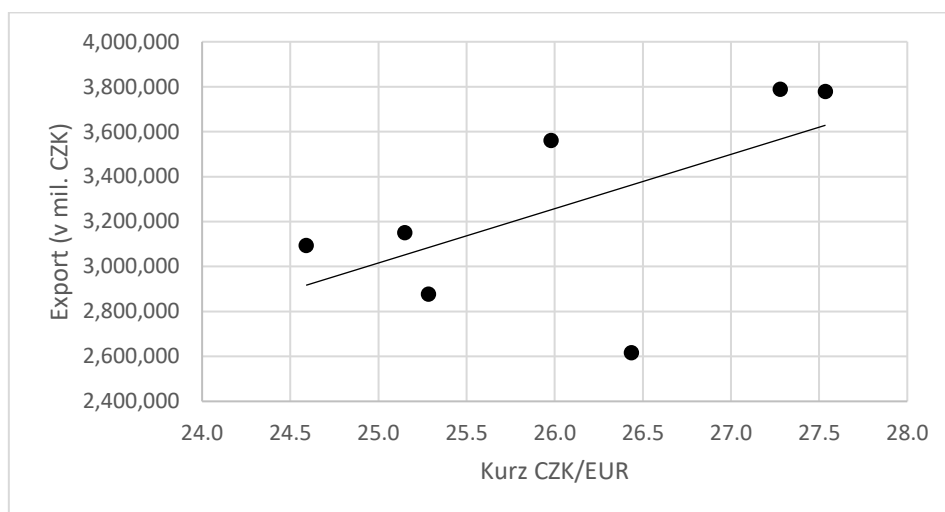
Graf 4.24 Vzťah medzi kurzom EUR/CZK a exportom Slovenska (v mil. EUR) posunutým o rok dopredu, v rokoch 2009 – 2016



Zdroj: Eurostat (2017), vlastné spracovanie

V prípade ČR je situácia opačná a potvrdzuje predstavy o účinku kurzu na export, pretože s oslabujúcim kurzom by mal rásť objem exportu, vid'. graf 4.25. Korelačný koeficient má hodnotu 0,591, a regresný koeficient potvrdzuje pozitívnu závislosť exportu ČR na kurze CZK/EUR, a tak je možné potvrdiť, že v prípade Českej republiky je rast kurzu sprevádzaný aj rastom exportu. Celé výsledky regresnej analýzy s koeficientom determinácie, vysvetľujúcim akú časť celkovej variability exportu vysvetľuje model, sú v Prílohe č. 13.

Graf 4.25 Vzťah medzi kurzom CZK/EUR a exportom ČR (v mil. CZK) posunutým o rok dopredu v rokoch 2009 – 2016



Zdroj: Eurostat (2017), vlastné spracovanie

4.8 Zhrnutie

Táto kapitola bola orientovaná prakticky a zaoberala sa analýzou vplyvu kurzu českej koruny voči euru pre údaje Českej republiky a analýzou vplyvu kurzu eura voči českej korune pre údaje Slovenska. Na analýzy a skúmanie vývoja boli vybrané štyri oblasti, na ktoré by mal podľa ekonomickej teórie kurz vplývať. Sú to miera inflácie, tempo rastu HDP, miera nezamestnanosti a vývoj exportu. V úvode kapitoly je opísaná teritoriálna štruktúra zahraničného obchodu Českej republiky a Slovenska, na základe zistenia hlavných obchodných partnerov oboch krajín bol vybraný kurz najvhodnejších mien, ktorý bol neskôr analyzovaný.

Po zistení, že pre Českú republiku je hlavným partnerom Nemecko, bol vybraný kurz CZK/EUR. Pre Slovensko je tiež hlavným obchodným partnerom Nemecko, ale keďže je Slovensko členom eurozóny, zmenu kurzu nebolo možné skúmať. Ako už bolo spomínané, druhým obchodným partnerom Slovenska je Česká republika s podielom 12 % exportu

a 17 % importu, pre najväčšiu vypovedajúcu hodnotu bol ako kurz pre Slovensko vybraný práve kurz EUR/CZK.

Sledované obdobie bolo vybrané od roku 2006 do roku 2016, pretože bolo v úmysle zachytiť vývoj ešte pred vypuknutím finančnej a hospodárskej krízy, ale v prípade porovnávania pomocou metódy korelačnej a regresnej analýzy boli použité iba roky 2009 až 2016. Dôvodom bolo rovnaké časové obdobie pri analýzach v prípade Českej republiky a Slovenska, pretože v roku 2009 Slovensko prijalo euro, a preto kurz EUR/CZK bolo možné skúmať so slovenskými údajmi až od roku 2009. Bolo to obdobie až po vypuknutí krízy, kedy bola vo svete recesia, a preto sa to prejavilo aj na niektorých ukazovateľoch pozorovaných pomocou korelačných analýz. Niektoré analýzy nevyšli podľa očakávaní ekonomickej teórie, ale v prípade každej analýzy bol opísaný výsledok a aký výsledok bol očakávaný.

V Českej republike, vo vývoji jednotlivých ukazovateľov, bolo pozorované, aké zmeny priniesli devízové intervencie v roku 2013, ktoré boli zavedené, ako doplnkový menový nástroj na posilnenie exportu a ochrany ekonomiky pred defláciou. Napríklad v exporte vidno, po zavedení intervencií, výrazný nárast hneď nasledujúci rok, ktorý pokračoval až do roku 2016. Intervencie mali priaznivý účinok aj na tempo rastu reálneho HDP a podarilo sa aj vyhnúť deflácií. Je možné zhodnotiť, že devízové intervencie splnili svoju úlohu.

V prípade Slovenska, ktoré sa vstupom do eurozóny vzdalo vlastnej menovej a kurzovej politiky, bola pozorovaná zmena vývoja ukazovateľov so zavedením eura.

V každej subkapitole je na konci sledovaná závislosť jednotlivých ukazovateľov, miery inflácie, tempa rastu HDP, miery nezamestnanosti a exportu, na kurze CZK/EUR v prípade Českej republiky a EUR/CZK v prípade Slovenska.

5 Záver

Cieľom práce bolo zistiť, aký vplyv majú nástroje menovej a kurzovej politiky na rôzne oblasti českej a slovenskej ekonomiky. Práca bola rozdelená, okrem úvodu a záveru, do troch kapitol. Prvá kapitola opisovala nutné pojmy na pochopenie rozoberanej situácie v nasledujúcich kapitolách. Druhá kapitola bola už orientovaná na dve, respektíve tri konkrétne centrálné banky a ich nástroje menovej a kurzovej politiky. Táto kapitola mala slúžiť na priblíženie situácie v obidvoch krajinách, v ktorých bol v tretej kapitole rozoberaný vplyv kurzu na vybrané ukazovatele. Členenie práce začína od širokého spektra menovej a kurzovej politiky, prechádza zúžením pohľadu na menové a kurzové politiky troch centrálnych bánk a končí zistením vplyvu menového kurzu na ekonomiky Českej a Slovenskej republiky.

V prvej kapitole bolo úmyslom priblížiť oblasť menovej a kurzovej politiky. Kapitola bola rozdelená na dve časti, pretože kurzová politika je považovaná za samostatnú oblasť menovej politiky, a preto jej bol daný samostatný priestor.

Zameranie druhej kapitoly bolo na centrálné banky Českej a Slovenskej republiky. Začiatok kapitoly bol venovaný rozdeleniu Štátnej banky československej na dve centrálné banky po rozdelení Českej a Slovenskej Federatívnej Republiky. Prvá časť kapitoly bola venovaná centrálnej banke Českej republiky a druhá Národnej banke Slovenska a Európskej centrálnej banke.

V empirickej časti bol analyzovaný účinok kurzu na mieru inflácie, tempo rastu hrubého domáceho produktu, mieru nezamestnanosti a vývoj exportu. Na zistenie vplyvu kurzu bola použitá korelačná a regresná analýza. Sledovaným obdobím vývoja jednotlivých ukazovateľov boli roky 2006 až 2016. Rok 2006 bol vybraný, ako rok pred vypuknutím finančnej a hospodárskej krízy v roku 2007 a pozorovanie pokračovalo až po najnovšie dáta, ktoré boli dostupné za rok 2016. Pozorovanie bolo vyhotovované na základe ročných údajov. Analýza pôsobenia kurzu na spomenuté ukazovatele bola v časovom období od roku 2009 do roku 2016, pretože boli použité kurzy CZK/EUR v prípade Českej republiky a EUR/CZK v prípade Slovenska. Kurz EUR/CZK sa pre prípad Slovenska nemohol použiť skôr ako v roku 2009, pretože až v tomto roku Slovensko vstúpilo do eurozóny. Kurz SKK/CZK nebol použitý z toho dôvodu, že Slovensko muselo od roku 2005 do roku 2008 cieľiť infláciu a kurz mohlo iba posilňovať v režime výmenných kurzov ERM II, a tiež z dôvodu prehľadnosti situácie v prípade Slovenska. Tieto kurzy boli použité na základe zistenia hlavných exportných partnerov. Pre Českú aj Slovenskú republiku je ním Nemecko, ale pre sledovanie vplyvu kurzu

pre Slovensko musel byť použitý kurz EUR/CZK, kvôli členstvu Slovenska a Nemecka v eurozóne. Bolo zistené, že druhým obchodným partnerom Slovenska je Česká republika, a preto bol použitý tento kurz. Vo všetkých sledovaných ukazovateľoch sa dokázalo meškanie účinku kurzu na ne. Boli zaznamenané určité zmeny, ktoré priniesli devízové intervencie ČNB pre ekonomiku Českej republiky. Priaznivé účinky je možné vidieť v oblasti miery inflácie, kde sa podarilo vyhnúť deflácií, v porovnaní so Slovenskom sa od roku 2013 zvyšuje rozdiel medzi infláciou v ČR a defláciou na Slovensku. V roku 2016 dosiahol tento rozdiel 0,9 p. b. v prospech ČR. Pôsobenie kurzu CZK/EUR na tempo rastu HDP sa potvrdilo, na grafe 4.12 je vidieť silnú vzájomnú závislosť a pozitívnu závislosť tempa rastu HDP ČR na tomto kurze. Obrátený kurz EUR/CZK nemá až taký výrazný vplyv na tvorbu HDP Slovenska, ako bolo dokázané v regresných analýzach a grafoch 4.13 a 4.14. Čo sa týka miery nezamestnanosti a účinku kurzovej politiky na ňu, tak v prípade ČR bol zistený silný negatívny vzťah medzi kurzom CZK/EUR a mierou nezamestnanosti. V prípade Slovenska je situácia opačná a s oslabujúcim eurom rastie nezamestnanosť, modelom je podľa koeficientu determinácie v regresnej analýze však vysvetlených iba 40 – 50 % variability miery nezamestnanosti, zostatok je vplyv iných, vonkajších faktorov. Preto kurz EUR/CZK nevplýva až tak výrazne na zmenu miery nezamestnanosti na Slovensku. Jedným z hlavných dôvodov zavedenia devízových intervencií v Českej republike bolo podporiť export, preto bol do analýzy zahrnutý aj vývoj exportu oboch sledovaných krajín. V Českej republike bol zaznamenaný nárast objemu exportu vyjadreného v peňažných jednotkách po zavedení tohto nástroja, jeho vplyv na zvyšujúci sa export bol potvrdený grafmi 4.22 a 4.25, ako aj výsledkami z regresnej analýzy, ktoré potvrdzujú pozitívnu závislosť exportu na kurze CZK/EUR. Na Slovensku je situácia iná, s oslabovaním eura k českej korune nevýrazne klesá objem exportu. Korelačný koeficient však nepotvrdil signifikantnú vzájomnú závislosť kurzu EUR/CZK a objemu exportu Slovenska. Hlavným dôvodom sú externé faktory pôsobiace na objem exportu viac ako tento kurz a hlavne primárne smerovanie exportu do krajín eurozóny.

Cieľ práce sa podarilo splniť a potvrdilo sa, že kurzová politika a zmena kurzu má vplyv na vybrané ukazovatele výkonnosti ekonomiky.

Zoznam použitej literatúry

Knižné zdroje:

DURČÁKOVÁ, Jaroslava a Martin MANDEL. *Mezinárodní finance*. 4. aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Management Press, 2010. ISBN 978-80-7261-221-5.

JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice*. II, Měnová a kurzová politika. Praha: Grada Publishing, 2013. ISBN 978-80-247-4516-9.

KLIKOVÁ, Christiana a Igor KOTLÁN. *Hospodářská politika*. 3. vyd. Ostrava: Institut vzdělávání Sokrates, 2012. ISBN 80-86572-76-5.

MOENJAK, Thammarak. *Central banking: theory and practice in sustaining monetary and financial stability*. Singapore: Wiley, c2014. ISBN 978-1-118-83246-2.

REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 3. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011. ISBN 978-80-7261-230-7.

Elektronické zdroje:

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Kurzový vývoj a zlatá měna* [online]. ČNB, 2017a [cit. 2017-03-20]. Dostupné z: http://www.historie.cnb.cz/cs/menova_politika/prurezova_temata_menova_politika/3_kurzovy_vyvoj_a_zlata_mena.html

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Výjimky z plnění inflačních cílů* [online]. ČNB, 2017b [cit. 2017-03-20]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html#vyjimky

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Operace na volném trhu* [online]. ČNB, 2017c [cit. 2017-03-20]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/#operace

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Automatické facility* [online]. ČNB, 2017d [cit. 2017-03-20]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/#facility

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Dodávací repo operace* [online]. ČNB, 2017e [cit. 2017-03-20]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/#dodavaci_repo_operace

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Povinné minimální rezervy* [online]. ČNB, 2017f [cit. 2017-03-20]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/#pmr

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Devízové intervence* [online]. ČNB, 2017g [cit. 2017-03-20]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/#devint

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Měnová politika fixního kurzu a cílování peněžní zásoby* [online]. ČNB, 2017h [cit. 2017-03-20]. Dostupné z: http://www.historie.cnb.cz/cs/menova_politika/6_menova_politika_na_cestě_ke_standardu_v_ypelych_zemi/5_menova_politika_fixního_kurzu_a_cilovani_penezni_zasoby/

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Jaké jsou režimy měnové politiky?* [online]. ČNB, 2017i [cit. 2017-05-01]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/jake_jsou_rezimy_menove_politiky.html

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Kurzy devizového trhu - čtvrtletní průměry* [online]. ČNB, 2017j [cit. 2017-05-01]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/financi_trhy/devizovy_trh/kurzy_devizoveho_trhu/prumerne_mena.jsp?mena=USD

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Komentář ČNB ke zveřejněným údajům o HDP za 3. čtvrtletí roku 2016* [online]. ČNB, 2016 [cit. 2017-04-26]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/stanoviska/stanoviska_2016/16_hdp_3q.html

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Zpráva o inflaci* [online]. ČNB, 2015 [cit. 2017-04-26]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2015/2015_II/download/zoi_II_2015.pdf

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Zaměstnaní podle odvětví ekonomické činnosti CZ-NACE* [online]. ČSÚ, 2017 [cit. 2017-04-26]. Dostupné z: https://vdb.czso.cz/vdbvo2/faces/cs/index.jsf?page=vystup-objekt&pvo=ZAM03&z=T&f=TABULKA&katalog=30853&str=v221&u=v228__VUZEMI__97__19&c=v265~8__RP2015#w

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Česká republika od roku 1989 v číslech - 2013* [online]. ČSÚ, 2016 [cit. 2017-04-27]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/ceska-republika-v-cislech-od-roku-1989-wau52m1y38>

EUROPEAN CENTRAL BANK. *Scope of monetary policy* [online]. ECB, 2017a [cit. 2017-03-20]. Dostupné z: <http://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/role/html/index.en.html>

EUROPEAN CENTRAL BANK. *Asset purchase programmes* [online]. ECB, 2017b [cit. 2017-03-20]. Dostupné z: <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>

EUROSTAT. *Eurostat database* [online]. EUROSTAT, 2017 [cit. 2017-03-20]. Dostupné z: <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>

EUROSTAT. *International trade in goods in 2016* [online]. Eurostat, 2017b [cit. 2017-04-26]. Dostupné z: <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/7958465/6-29032017-AP-EN.pdf/6ab52f0c-de18-42c3-aa65-28e1a1675213>

MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY. *Záchranné mechanismy* [online]. Ministerstvo financí České republiky, 2015 [cit. 2017-03-20]. Dostupné z: <http://www.zavedenieura.cz/cs/euro/eurozona/zachranne-mechanismy>

NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA. *1993-1999 nezávislá MP NBS* [online]. NBS, 2017a [cit. 2017-03-20]. Dostupné z: <http://www.nbs.sk/sk/menova-politika/menova-politika-nbs-do-roku-2009/1993-1999-nezavisla-mp-nbs>

NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA. *2000-2004 Implicitné inflačné cielenie* [online]. NBS, 2017b [cit. 2017-03-20]. Dostupné z: <http://www.nbs.sk/sk/menova-politika/menova-politika-nbs-do-roku-2009/2000-2004-implicitne-inflacne-cielenie>

NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA. *2005-2008 Inflačné cielenie v ERM II* [online]. NBS, 2017c [cit. 2017-03-20]. Dostupné z: <http://www.nbs.sk/sk/menova-politika/menova-politika-nbs-do-roku-2009/2005-2008-inflacne-cielenie-v-erm-ii>

NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA. *Operácie na voľnom trhu* [online]. NBS, 2017d [cit. 2017-03-20]. Dostupné z: <http://www.nbs.sk/sk/operacie-na-financnych-trhoch/nastroje-menovej-politiky/operacie-na-volnom-trhu>

NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA. *Automatické operácie* [online]. NBS, 2017e [cit. 2017-03-20]. Dostupné z: <http://www.nbs.sk/sk/operacie-na-financnych-trhoch/nastroje-menovej-politiky/automaticke-operacie>

NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA. *Povinné minimálne rezervy* [online]. NBS, 2017f [cit. 2017-03-20]. Dostupné z: <http://www.nbs.sk/sk/operacie-na-financnych-trhoch/nastroje-menovej-politiky/povinne-minimalne-rezervy>

NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA. *Mesačné, kumulatívne a ročné prehľady NBS* [online]. NBS, 2017g [cit. 2017-05-01]. Dostupné z: <http://www.nbs.sk/sk/statisticke-udaje/kurzovy-listok/kurzovy-listok/mesacne-kumulativne-a-rocne-prehlady-nbs>

NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA. *Výročná správa* [online]. NBS, 2015 [cit. 2017-04-26]. Dostupné z: http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/VyroчнаSprava/protected/VSNBS15.pdf

OECD. *Exchange rates* [online]. OECD, 2017 [cit. 2017-05-02]. Dostupné z: <https://data.oecd.org/conversion/exchange-rates.htm>

ŠSTATISTICKÝ ÚRAD SLOVENSKEJ REPUBLIKY. *Databáza Datacube* [online]. ŠÚ SR, 2017 [cit. 2017-04-26]. Dostupné z: <http://datacube.statistics.sk/TM1WebSK/TM1WebLogin.aspx>

Zákon České národní rady ze dne 17. prosince 1992 o České národní bance. In: *6/1993 Sb.* Portal.gov.cz, 2016, ročník 1993, číslo 6. Dostupné také z: <https://portal.gov.cz/app/zakony/zakonPar.jsp?idBiblio=40505&nr=6~2F1993&rpp=15#local-content>

Zoznam skratiek

ABSPP	Asset-backed securities purchase programme Program nákupu cenných papierov krytých aktívami
APP	Expanded asset purchase programme Rozšírený nákup aktív
CB	Centrálna banka
CBPP3	Third covered bond purchase programme Tretí program nákupu krytých dlhopisov
CPI	Index spotrebiteľských cien
CSPP	Corporate sector purchase programme Program nákupu cenných papierov podnikového sektoru
CZK	Česká koruna
ČNB	Česká národná banka
ČR	Česká republika
ČSFR	Česká a Slovenská Federatívna Republika
DEM	Nemecká marka
DPMÚ	Devízová pozícia obchodných bánk na menové účely
ECB	Európska centrálna banka
ECOFIN	Rada Európskej únie pre hospodárske a finančné záležitosti
EFSF	Európsky nástroj finančnej stability
EFSM	Európsky nástroj finančnej stabilizácie
ERM II	Režim výmenných kurzov
ESCB	Európsky systém centrálnych bánk
ESM	Európsky stabilizačný mechanizmus
EÚ	Európska únia

EUR	Euro
HDP	Hrubý domáci produkt
HICP	Harmonizovaný index spotrebiteľských cien
Kč	Koruna česká
NBS	Národná banka Slovenska
NCB	Národná centrálna banka
PMR	Povinné minimálne rezervy
PPI	Index cien výrobcov
PSPP	Public sector purchase programme
	Program nákupu cenných papierov verejného sektoru
Sb.	Sbírka zákonů
	Zbierka zákonov
SKK	Slovenská koruna
SR	Slovenská republika
ŠBČS	Štátna banka československá
USA	Spojené štáty americké
USD	Americký dolár

Prohlášení o využití výsledků bakalářské práce

Prohlašuji, že

- jsem byl(a) seznámen(a) s tím, že na mou bakalářskou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, bakalářskou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že bakalářská práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího bakalářské práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o bakalářské práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, bakalářskou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

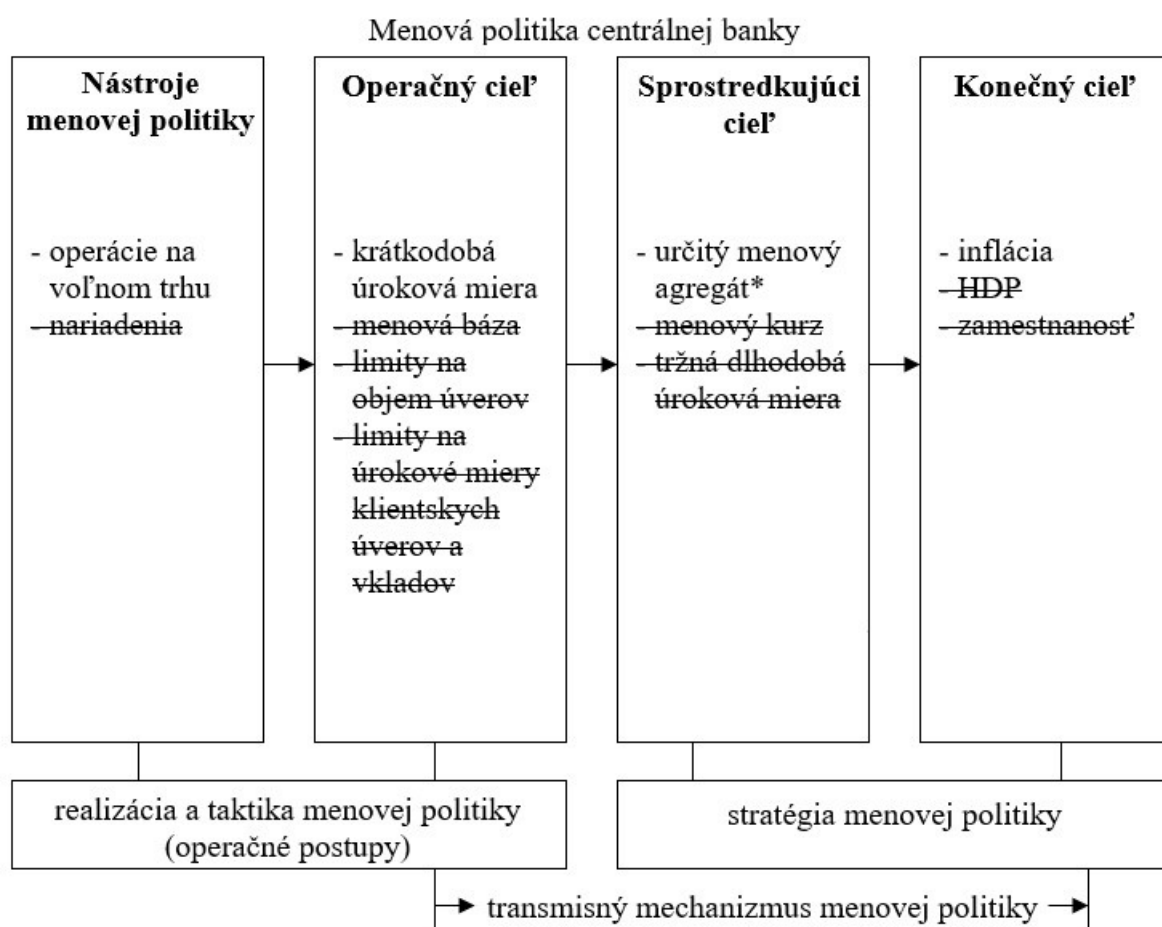
V Ostravě dne 2.5.2017


.....
jméno a příjmení studenta

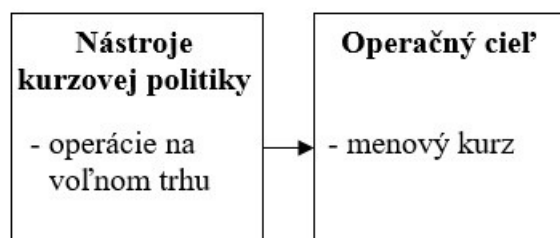
Zoznam príloh

Príloha č. 1 Menová a kurzová politika.....	1
Príloha č. 2 Schéma transmisného mechanizmu menovej politiky	2
Príloha č. 3 Miera inflácie v ČSFR a neskôr Českej republike v rokoch 1989 až 2013 (v %) ..	3
Príloha č. 4 Vývoj fixného kurzu českej koruny k menovému košu (v %).....	4
Príloha č. 5 Schéma Európskeho systému centrálnych bánk	5
Príloha č. 6 Členské štáty ESM s podielom na upísanom a splatenom kapitáli.....	6
Príloha č. 7 Regresné analýzy vplyvu kurzu CZK/EUR na mieru inflácie v Českej republike.	7
Príloha č. 8 Regresné analýzy vplyvu kurzu EUR/CZK na mieru inflácie na Slovensku	8
Príloha č. 9 Regresné analýzy vplyvu kurzu CZK/EUR na tempo rastu reálneho HDP Českej republiky.....	9
Príloha č. 10 Regresné analýzy vplyvu kurzu EUR/CZK na tempo rastu reálneho HDP Slovenska	10
Prílohy č. 11 Regresné analýzy vplyvu kurzu CZK/EUR na mieru nezamestnanosti v Českej republike.....	11
Príloha č. 12 Regresné analýzy vplyvu kurzu EUR/CZK na mieru nezamestnanosti na Slovensku	12
Príloha č. 13 Regresné analýzy vplyvu kurzu CZK/EUR na export Českej republiky.....	13
Príloha č. 14 Regresné analýzy vplyvu kurzu EUR/CZK na export Slovenska.....	14

Príloha č. 1 Menová a kurzová politika



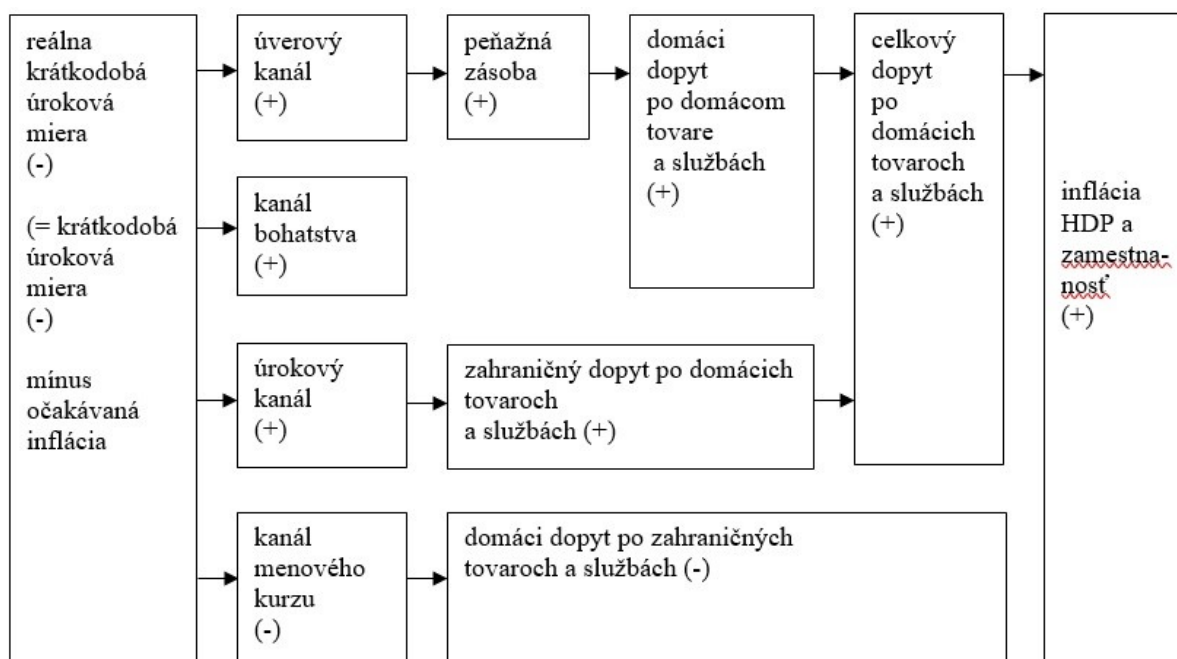
Kurzová politika centrálnej banky či inej inštitúcie centrálnej vlády



* Nie pri cieľovaní inflácia

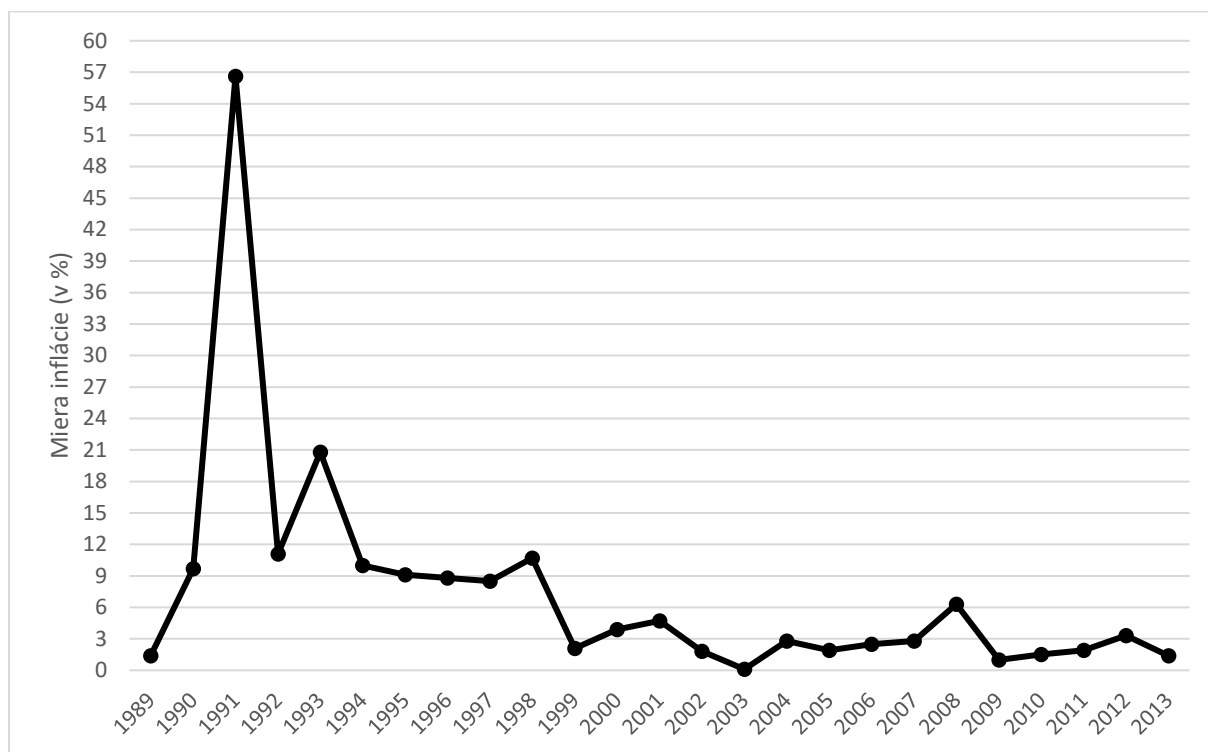
Zdroj: Jílek (2013, s. 17)

Príloha č. 2 Schéma transmisného mechanizmu menovej politiky



Zdroj: Jílek (2013, s. 126)

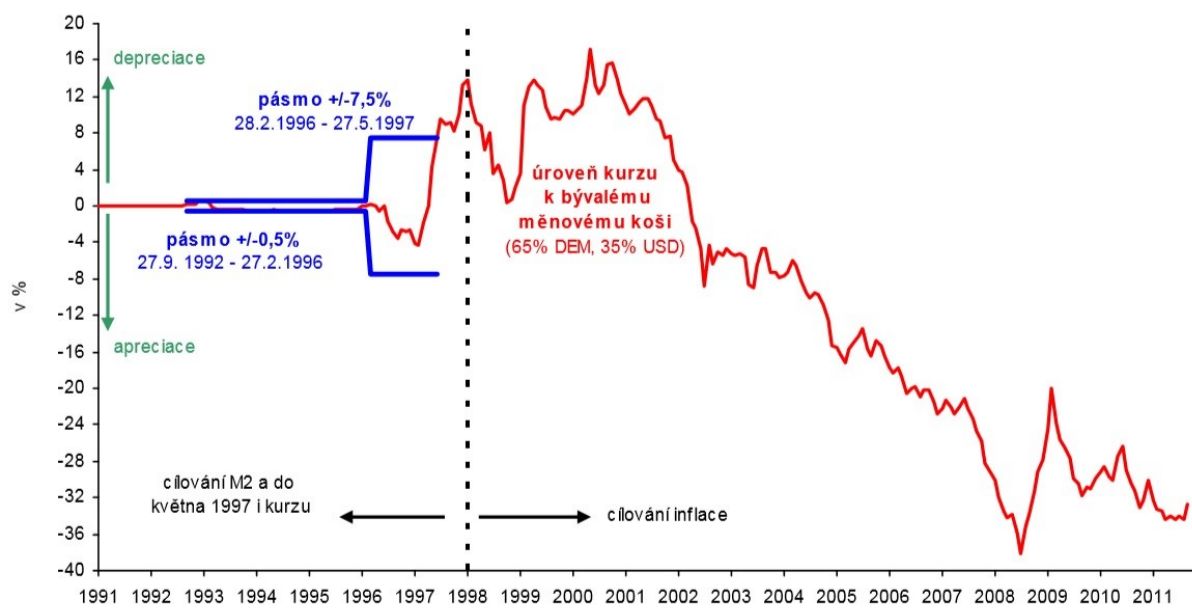
Príloha č. 3 Miera inflácie v ČSFR a neskôr Českej republike v rokoch 1989 až 2013
(v %, v stálych cenách roku 2015)



Pozn.: Merané pomocou indexu spotrebiteľských cien (CPI)

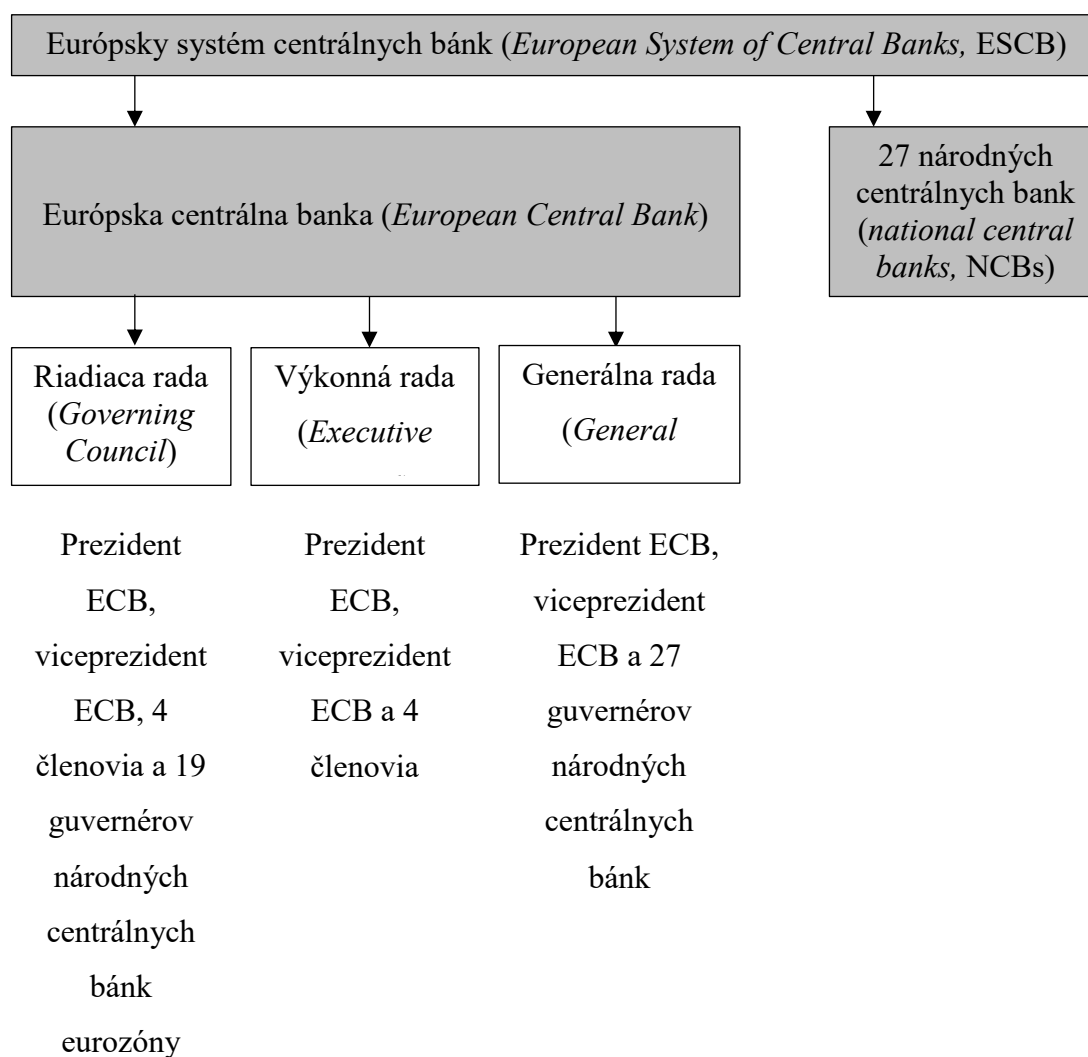
Zdroj: ČSÚ (2016)

Príloha č. 4 Vývoj fixného kurzu českej koruny k menovému košu (v %)



Zdroj: ČNB (2017h)

Príloha č. 5 Schéma Európskeho systému centrálnych bánk



Zdroj: Jílek (2013, s. 213)

Príloha č. 6 Členské štáty ESM s podielom na upísanom a splatenom kapitáli

	Kapitálový kľúč (%)	Upísaný kapitál (mld. EUR)	Splatený kapitál (mld. EUR)
Belgicko	3,4534	24,34	2,78
Estónsko	0,1847	1,30	0,15
Fínsko	1,7852	12,58	1,44
Francúzsko	20,2471	142,70	16,31
Írsko	1,5814	11,14	1,27
Taliansko	17,7917	125,40	14,33
Cyprus	0,1949	1,37	0,16
Litva	0,4063	2,86	0,33
Lotyšsko	0,2746	1,93	0,22
Luxembursko	0,2487	1,75	0,20
Malta	0,0726	0,51	0,06
Nemecko	26,9616	190,02	21,72
Holandsko	5,6781	40,02	4,57
Portugalsko	2,4921	17,56	2,01
Rakúsko	2,7644	19,48	2,23
Grécko	2,7975	19,72	2,25
Slovensko	0,8184	5,77	0,66
Slovinsko	0,4247	2,99	0,34
Španielsko	11,8227	83,33	9,52
CELKOM	100	704,80	80,55

Zdroj: Ministerstvo financií Českej republiky (2015)

Príloha č. 7 Regresné analýzy vplyvu kurzu CZK/EUR na mieru inflácie v Českej republike

SUMMARY OUTPUT			Miera inflácie toho roku			
<i>Regression Statistics</i>						
Korelačný koef.	-0.8066749					
Koef. Determinácie	0.65072432					
Adjusted R Square	0.59251171					
Standard Error	0.70156086					
Observations	8					
ANOVA						
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>	
Regression	1	5.501874142	5.501874	11.17841	0.015545783	
Residual	6	2.953125858	0.492188			
Total	7	8.455				
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	22.5836161	6.378138174	3.540785	0.012207	6.976874187	38.190358
Regresný koeficient	-0.8145223	0.243620038	-3.34341	0.015546	-1.41063906	-0.2184055

SUMMARY OUTPUT			Miera inflácie posunutá o rok dopredu			
<i>Regression Statistics</i>						
Korelačný koef.	-0.8216403					
Koef. determinácie	0.6750928					
Adjusted R Square	0.6101113					
Standard Error	0.7180399					
Observations	7					
ANOVA						
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>	
Regression	1	5.356378893	5.356379	10.38901	0.02338219	
Residual	5	2.577906821	0.515581			
Total	6	7.934285714				
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	23.487459	6.86688199	3.420396	0.01883	5.83557669	41.1393409
Regresný koeficient	-0.8494311	0.263536702	-3.2232	0.023382	-1.52687374	-0.1719884

Zdroj: Vlastné spracovanie; Údaje: Eurostat (2017)

Príloha č. 8 Regresné analýzy vplyvu kurzu EUR/CZK na mieru inflácie na Slovensku

SUMMARY OUTPUT		Miera inflácie toho roku				
<i>Regression Statistics</i>						
Korelačný koef.	0.87857624					
Koef. determinácie	0.7718962					
Adjusted R Square	0.7338789					
Standard Error	0.91245759					
Observations	8					
ANOVA						
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>	
Regression	1	16.90452686	16.90453	20.30381	0.004077913	
Residual	6	4.995473142	0.832579			
Total	7	21.9				
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	-35.890184	8.248740068	-4.35099	0.004817	-56.0741238	-15.70624
Regresný koeficient	970.140342	215.3008495	4.505975	0.004078	443.3181414	1496.9625

SUMMARY OUTPUT		Miera inflácie posunutá o rok dopredu				
<i>Regression Statistics</i>						
Korelačný koef.	0.8352043					
Koef. determinácie	0.6975662					
Adjusted R Square	0.6370794					
Standard Error	1.1472541					
Observations	7					
ANOVA						
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>	
Regression	1	15.17903962	15.17904	11.53254	0.019335689	
Residual	5	6.580960383	1.316192			
Total	6	21.76				
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	-36.10377	11.02273092	-3.27539	0.022067	-64.4386048	-7.768941
Regresný koeficient	972.33959	286.3224858	3.39596	0.019336	236.3242046	1708.355

Zdroj: vlastné spracovanie; Údaje: Eurostat (2017)

**Príloha č. 9 Regresné analýzy vplyvu kurzu CZK/EUR na tempo rastu reálneho HDP
Českej republiky**

SUMMARY OUTPUT		Tempo rastu reálneho HDP toho roku				
<i>Regression Statistics</i>						
Korelačný koef.	0.236999745					
Koef. determinácie	0.056168879					
Adjusted R Square	-0.10113631					
Standard Error	3.044279074					
Observations	8					
ANOVA						
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>	
Regression	1	3.309189505	3.30919	0.357069	0.571985096	
Residual	6	55.60581049	9.267635			
Total	7	58.915				
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	-15.5507332	27.67661885	-0.56187	0.594554	-83.2729799	52.171513
Regresný koeficient	0.631696502	1.05713905	0.597553	0.571985	-1.95502957	3.2184226

SUMMARY OUTPUT		Tempo rastu reálneho HDP posunuté o rok dopredu				
<i>Regression Statistics</i>						
Korelačný koef.	0.8541211					
Koef. determinácie	0.7295229					
Adjusted R Square	0.6754275					
Standard Error	1.0607473					
Observations	7					
ANOVA						
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>	
Regression	1	15.17407586	15.17408	13.48585	0.01440863	
Residual	5	5.625924144	1.125185			
Total	6	20.8				
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	-35.423967	10.14431934	-3.492	0.017433	-61.5007701	-9.34716404
Regresný koeficient	1.4296958	0.389317956	3.672309	0.014409	0.42892208	2.430469418

Zdroj: vlastné spracovanie; Údaje: Eurostat (2017)

Príloha č. 10 Regresné analýzy vplyvu kurzu EUR/CZK na tempo rastu reálneho HDP Slovenska

SUMMARY OUTPUT			Tempo rastu reálneho HDP toho roku			
<i>Regression Statistics</i>						
Korelačný koef.	0.079261891					
Koef. determinácie	0.006282447					
Adjusted R Square	-0.15933714					
Standard Error	3.404143921					
Observations	8					
ANOVA						
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>	
Regression	1	0.439574988	0.439575	0.037933	0.85200523	
Residual	6	69.52917501	11.5882			
Total	7	69.96875				
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	-4.07656501	30.77392156	-0.13247	0.898945	-79.37763837	71.224508
Regresný koeficient	156.4406246	803.2319361	0.194764	0.852005	-1808.997119	2121.8784

SUMMARY OUTPUT			Tempo rastu reálneho HDP posunuté o rok dopredu			
<i>Regression Statistics</i>						
Korelačný koef.	-0.7230098					
Koef. determinácie	0.52274324					
Adjusted R Square	0.42729189					
Standard Error	0.91947064					
Observations	7					
ANOVA						
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>	
Regression	1	4.630011564	4.630012	5.476541	0.066363581	
Residual	5	4.227131294	0.845426			
Total	6	8.857142857				
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	23.614954	8.834204251	2.673127	0.044183	0.905909012	46.32399897
Regresný koeficient	-537.01555	229.4741058	-2.3402	0.066364	-1126.89751	52.86642281

Zdroj: vlastné spracovanie; Údaje: Eurostat (2017)

Prílohy č. 11 Regresné analýzy vplyvu kurzu CZK/EUR na mieru nezamestnanosti v Českej republike

SUMMARY OUTPUT			Miera nezamestnanosti toho roku			
<i>Regression Statistics</i>						
Korelačný koef.	-0.6765433					
Koef. determinácie	0.45771078					
Adjusted R Square	0.36732924					
Standard Error	0.90384519					
Observations	8					
ANOVA						
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>	
Regression	1	4.137133271	4.137133	5.064207	0.065407105	
Residual	6	4.901616729	0.816936			
Total	7	9.03875				
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	24.715275	8.217176587	3.007758	0.023769	4.608568222	44.821982
Regresný koeficient	-0.7063133	0.313864143	-2.25038	0.065407	-1.47431123	0.0616846

SUMMARY OUTPUT			Miera nezamestnanosti posunutá o rok dopredu			
<i>Regression Statistics</i>						
Korelačný koef.	-0.765024					
Koef. determinácie	0.58526169					
Adjusted R Square	0.50231403					
Standard Error	0.85408749					
Observations	7					
ANOVA						
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>	
Regression	1	5.146958522	5.146959	7.055795	0.045085187	
Residual	5	3.647327192	0.729465			
Total	6	8.794285714				
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	27.8508089	8.167955036	3.409765	0.019048	6.854412033	48.847206
Regresný koeficient	-0.8326603	0.31346919	-2.65627	0.045085	-1.63845846	-0.026862

Zdroj: vlastné spracovanie; Údaje: Eurostat (2017)

Príloha č. 12 Regresné analýzy vplyvu kurzu EUR/CZK na mieru nezamestnanosti na Slovensku

SUMMARY OUTPUT			Miera nezamestnanosti toho roku			
<i>Regression Statistics</i>						
Korelačný koef.	0.65178056					
Koef. determinácie	0.42481789					
Adjusted R Square	0.32895421					
Standard Error	1.35026199					
Observations	8					
ANOVA						
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>	
Regression	1	8.079505321	8.079505	4.431479	0.079911387	
Residual	6	10.93924468	1.823207			
Total	7	19.01875				
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	-12.813947	12.20655107	-1.04976	0.33426	-42.6823014	17.054408
Regresný koeficient	670.695574	318.6039072	2.105108	0.079911	-108.900103	1450.2913

SUMMARY OUTPUT			Miera nezamestnanosti posunutá o rok dopredu			
<i>Regression Statistics</i>						
Korelačný koef.	0.74332494					
Koef. determinácie	0.55253196					
Adjusted R Square	0.46303835					
Standard Error	1.28163616					
Observations	7					
ANOVA						
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>	
Regression	1	10.14132948	10.14133	6.173982	0.055516958	
Residual	5	8.212956234	1.642591			
Total	6	18.35428571				
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	-17.601758	12.31386312	-1.42943	0.212267	-49.2555512	14.052035
Regresný koeficient	794.773295	319.8604706	2.48475	0.055517	-27.4542205	1617.0008

Zdroj: vlastné spracovanie; Údaje: Eurostat (2017)

Príloha č. 13 Regresné analýzy vplyvu kurzu CZK/EUR na export Českej republiky

SUMMARY OUTPUT		Objem exportu toho roku				
<i>Regression Statistics</i>						
Korelačný koef.	0.6198531					
Koef. determinácie	0.3842179					
Adjusted R Square	0.2815875					
Standard Error	458131.47					
Observations	8					
ANOVA						
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>	
Regression	1	7.85746E+11	7.86E+11	3.743706	0.101159434	
Residual	6	1.25931E+12	2.1E+11			
Total	7	2.04505E+12				
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	-4916759.7	4170320.557	-1.17899	0.283033	-15121166.5	5287647.1
Regresný koeficient	308205.38	159290.309	1.934866	0.101159	-81563.9688	697974.72

SUMMARY OUTPUT		Objem exportu posunutý o rok dopredu				
<i>Regression Statistics</i>						
Korelačný koef.	0.59052588					
Koef. determinácie	0.34872082					
Adjusted R Square	0.21846498					
Standard Error	401788.867					
Observations	7					
ANOVA						
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>	
Regression	1	4.32192E+11	4.32E+11	2.677199	0.162721591	
Residual	5	8.07171E+11	1.61E+11			
Total	6	1.23936E+12				
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	-3025795.3	3848400.097	-0.78625	0.467331	-12918422.7	6866832.1
Regresný koeficient	241660.413	147694.7885	1.636215	0.162722	-138001.127	621321.95

Zdroj: vlastné spracovanie; Údaje: Eurostat (2017)

Príloha č. 14 Regresné analýzy vplyvu kurzu EUR/CZK na export Slovenska

SUMMARY OUTPUT		Objem exportu toho roku				
<i>Regression Statistics</i>						
Korelačný koef.	-0.41777037					
Koef. determinácie	0.17453208					
Adjusted R Square	0.0369541					
Standard Error	11143.4191					
Observations	8					
ANOVA						
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>	
Regression	1	157529993.2	1.58E+08	1.268605	0.303051262	
Residual	6	745054738.7	1.24E+08			
Total	7	902584731.8				
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	177317.715	100881.9898	1.757675	0.129311	-69531.62153	424167.05
Regresný koeficient	-2965771.32	2633143.329	-1.12632	0.303051	-9408840.939	3477298.3

SUMMARY OUTPUT		Objem exportu posunutý o rok dopredu				
<i>Regression Statistics</i>						
Korelačný koef.	-0.31275219					
Koef. determinácie	0.09781393					
Adjusted R Square	-0.08262328					
Standard Error	8732.49502					
Observations	7					
ANOVA						
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>	
Regression	1	41338174.59	41338175	0.542094	0.494636728	
Residual	5	381282346.3	76256469			
Total	6	422620520.9				
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	128538.426	84045.12662	1.529398	0.186715	-87506.4494	344583.3
Regresný koeficient	-1607374.46	2183130.828	-0.73627	0.494637	-7219290.91	4004542

Zdroj: vlastné spracovanie; Údaje: Eurostat (2017)